

# Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

Julio de 2012



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

Julio de 2012



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe Macroeconómico y de Política Monetaria  
Julio de 2012**

ISSN 2313-9498  
Edición electrónica

Fecha de publicación | Julio de 2012

**Banco Central de la República Argentina**

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

Contenidos | Banco Central de la República Argentina  
Edición / Subgerencia General de Investigaciones Económicas  
Coordinación y diagramación | Gerencia de Análisis Macroeconómico  
Diseño editorial / Gerencia de Relaciones con la Comunidad e Imagen Institucional

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

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

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

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

*El cierre estadístico de este **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria** fue el 13 de julio.*

Buenos Aires, 30 de julio de 2012

# Contenido

**Pág. 5 | 1 Visión Institucional**

**Pág. 11 | 2 Contexto Internacional**

*Pág. 26 | Apartado 1 / ¿Podrán los países emergentes seguir creciendo a altas tasas pese a la crisis en los avanzados?*

**Pág. 28 | 3 Actividad Económica**

*Pág. 37 | Apartado 2 / Impulso al crédito de largo plazo destinado a la inversión productiva*

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

**Pág. 46 | 5 Sector Externo**

*Pág. 52 | Apartado 3 / Evolución reciente de la economía de Brasil e impacto sobre la actividad económica de la Argentina*

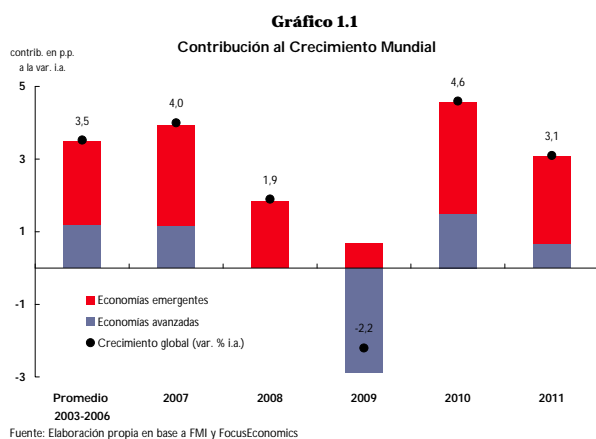
**Pág. 55 | 6 Finanzas Públicas**

**Pág. 61 | 7 Precios**

**Pág. 69 | 8 Política Monetaria y Mercado de Activos**

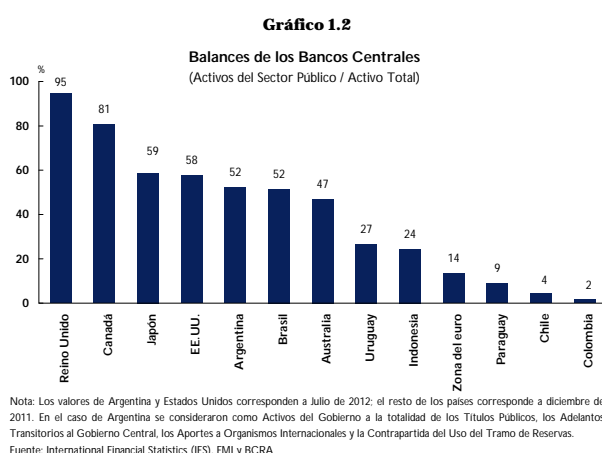
*Pág. 81 | Glosario de Abreviaturas y Siglas*

# 1 Visión Institucional



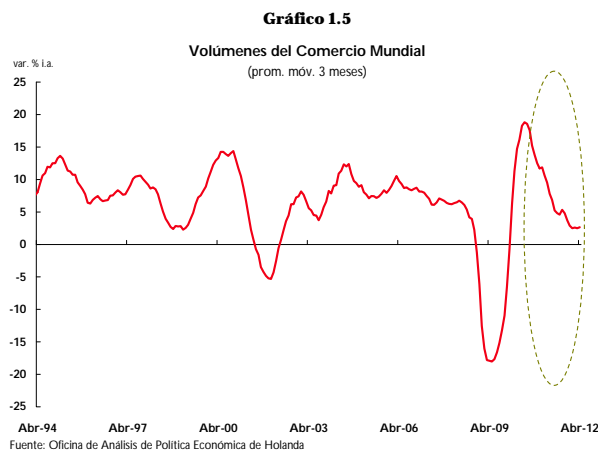
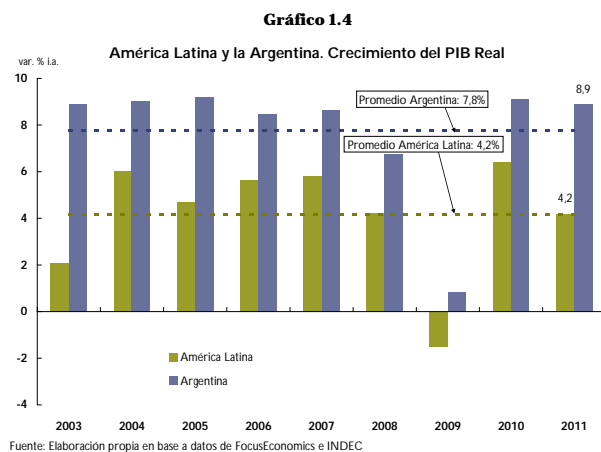
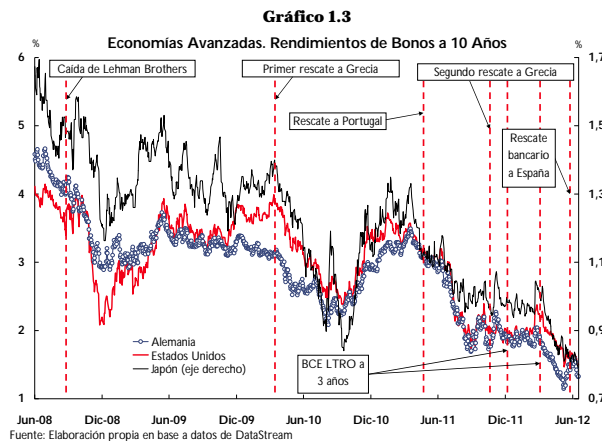
En el segundo trimestre de 2012 la economía internacional evidenció un creciente deterioro, explicado por una desaceleración del crecimiento global y por un aumento de la incertidumbre respecto de una resolución efectiva y perdurable de la crisis europea. En los demás países avanzados tampoco se consolida una recuperación económica que pueda actuar como locomotora del crecimiento, en un contexto donde las políticas convencionales se han mostrado insuficientes para modificar las perspectivas de mediano plazo.

Desde el inicio de la crisis internacional los países avanzados resistieron una caída aún mayor de la actividad económica a través de importantes estímulos monetarios y fiscales. En ausencia de estas intervenciones, las pérdidas en términos de empleo y PIB podrían haber alcanzado magnitudes equiparables a las de la Gran Depresión de los años '30. Sin embargo, y aún cuando la intervención estatal fue y sigue siendo importante —al punto que la liquidez, el crédito interbancario e incluso el financiamiento soberano de varios países dependen exclusivamente de fuentes oficiales— a cinco años de iniciada la crisis resulta evidente que la combinación elegida y las dosis aplicadas para los estímulos no han logrado generar las bases para que estas naciones alcancen un sendero de crecimiento sostenible.



En este marco, la política monetaria quedó confinada a una situación en la cual reducciones adicionales de la tasa de interés de referencia resultan poco efectivas y las expansiones de la base monetaria no se traducen en un incremento del crédito privado, ya que la liquidez adicional tiende a acumularse en los bancos. Al mismo tiempo, los agentes económicos continúan con el proceso de desapalancamiento, en un escenario de altas tasas de desempleo, donde los capitales se refugian en activos considerados libres de riesgo, principalmente en bonos alemanes y norteamericanos.

Una característica distintiva del proceso iniciado a partir del estallido de la crisis internacional es la importante transformación que ha sufrido el accionar de los bancos centrales respecto al paradigma dominante en los últimos 30 años. Como resultado de la crisis, un número importante de bancos centrales han recuperado las prácticas que dieron origen a este tipo de instituciones. Así, los bancos centrales han expandido notablemente su balance incrementado su tenencia de activos públicos y privados recuperando su rol de financiamiento a los Tesoros, en la mayor parte de los casos por vías indirectas, mediante compras de bonos en el mercado



secundario o aceptando obligaciones públicas como colaterales de préstamos a los bancos. En algunos casos, como Japón o Inglaterra, también se han desplegado estrategias para actuar directamente sobre el canal del crédito.

En cuanto a la política fiscal, durante el segundo trimestre del año se ha observado una profundización en las políticas de ajuste por parte de varios gobiernos de países avanzados, bajo el supuesto de que estas medidas eventualmente les permitirán recuperar la confianza y bajar su costo de financiamiento. Sin embargo, la realidad indica que el resultado de esta estrategia ha sido contrario al buscado: la consolidación fiscal reduce el crecimiento y retroalimenta la desconfianza de los mercados sobre la capacidad de repago de los países, en la forma de un círculo vicioso. Con las diferencias del caso, la dinámica de la situación resulta comparable a la observada en la Argentina durante la crisis de 2001.

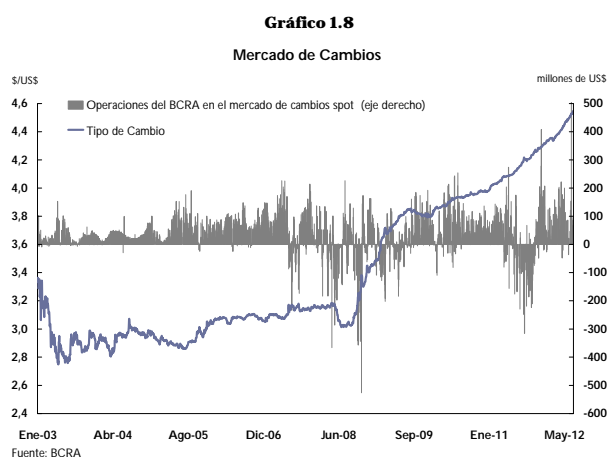
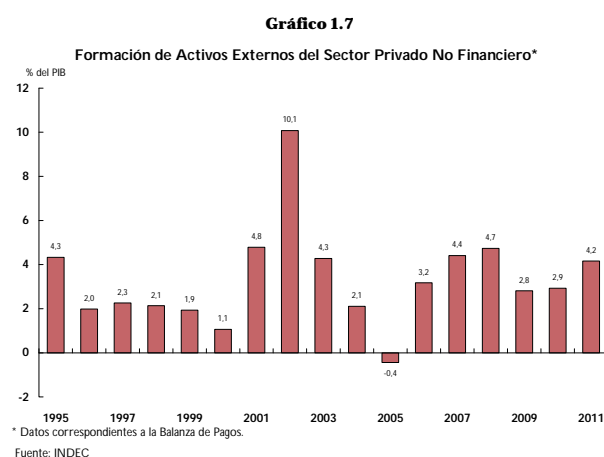
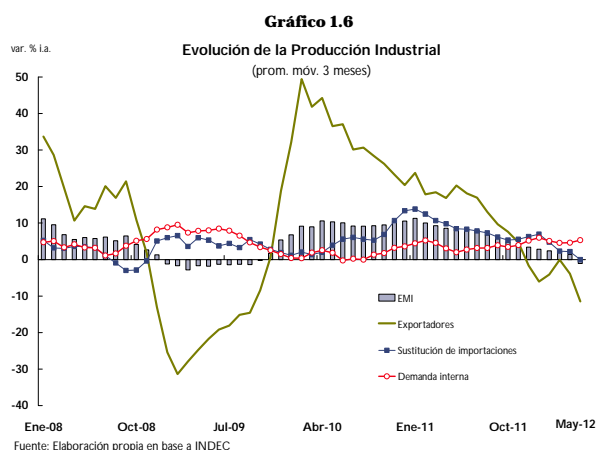
En este contexto de insuficiencia de demanda, la superación de esta nueva etapa de la crisis requerirá de la implementación coordinada de un conjunto más amplio de instrumentos que recuperen un mayor activismo fiscal, complementado con una política monetaria expansiva. Al mismo tiempo, en lugar de postular la flexibilización del mercado de trabajo como reforma estructural central, se necesitarán estímulos concretos para sostener el nivel de actividad económica y proteger el empleo de los sectores con mayor propensión marginal a consumir.

Frente a las limitaciones que encuentran los hacedores de política económica en el mundo desarrollado, respecto de la implementación de medidas de carácter monetario y fiscal, podrían aparecer intentos de utilizar la política cambiaria como forma de reactivar la demanda a través de las exportaciones netas de los países. De generalizarse este proceso, la volatilidad cambiaria internacional aumentaría notablemente y podría repercutir negativamente en el ritmo de crecimiento, como lo ha hecho en el pasado, y afectar severamente los niveles de actividad y empleo.

Las naciones emergentes, que han actuado como el principal soporte al aumento de la actividad económica global, evidenciaron, desde fines de 2011, una moderación en el crecimiento. A partir del segundo trimestre del año, y extinguida la tranquilidad pasajera que produjo la intervención del Banco Central Europeo para garantizar la liquidez bancaria, los países en desarrollo han enfrentado una reversión de los flujos de capitales en un contexto de fuerte desaceleración de los volúmenes de comercio mundial.

En la coyuntura actual parece difícil sostener la hipótesis de desacople entre las economías avan-





zadas y las emergentes (ver Apartado 1) y por lo tanto, la posibilidad de proteger el nivel de actividad en los países en desarrollo dependerá de la generación de una nueva ronda de estímulos económicos y de la implementación de instrumentos que permitan mitigar los canales de transmisión a través de los cuales un recrudecimiento de la crisis impactaría sobre estas naciones. Estos instrumentos incluyen la política cambiaria —por la vía de la administración de reservas y las regulaciones de los flujos de capitales—, la política monetaria —con cambios en las tasas de interés de referencia, niveles de esterilización y estímulos del crédito al sector privado— y la normativa referida a la supervisión bancaria.

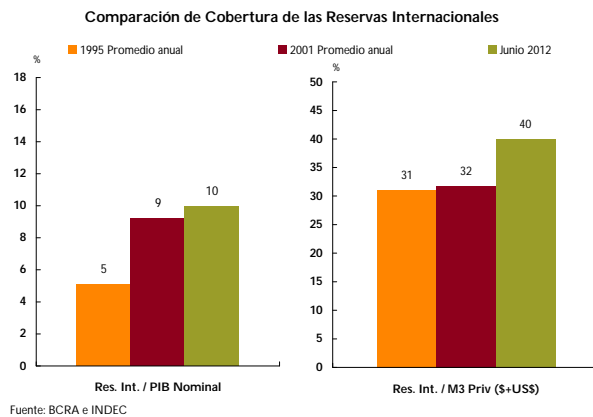
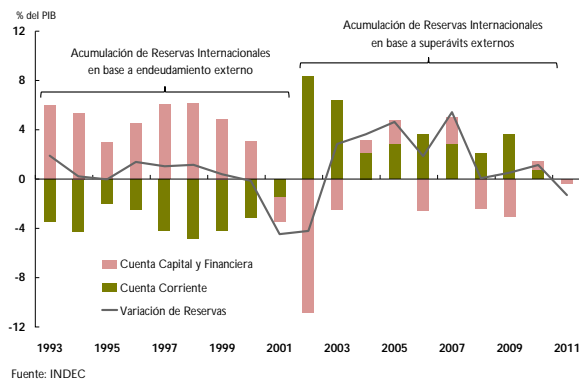
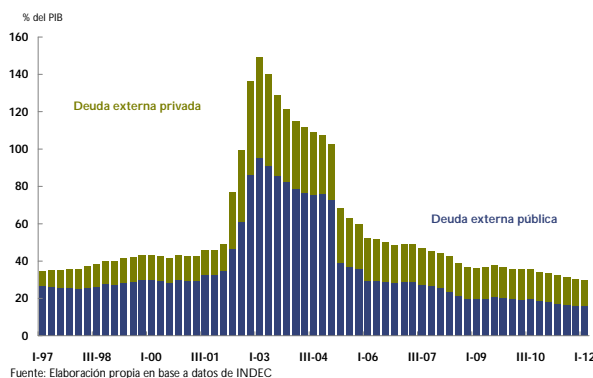
En la Argentina, luego de haber experimentado un proceso de crecimiento económico muy por encima del promedio internacional e incluso del que registraron los restantes países de la región, en 2012 el ritmo de expansión disminuyó, en línea con lo evidenciado a nivel global. Mientras que durante los primeros tres meses del año el Producto se expandió 5,2% con respecto al mismo período de 2011, los indicadores adelantados de actividad muestran una moderación del crecimiento en el segundo trimestre.

Entre los factores que explicaron el menor dinamismo económico se encuentran la reducción de las exportaciones debido, por un lado, a la sequía que afectó la cosecha del ciclo 2011/2012 —sólo parcialmente contrarrestada por la reciente recuperación de los precios— y por el otro, a la disminución de la demanda externa producto de la desaceleración económica global. Particularmente, el menor crecimiento de Brasil ha tenido un efecto relevante en el desempeño de la industria argentina (ver Apartado 3). En contraposición, los datos muestran que, excluyendo los productos manufacturados ligados a las exportaciones, el sector industrial se mantuvo creciendo gracias al mayor consumo de las familias impulsado por la solidez del mercado de trabajo y las políticas de ingresos destinadas a los sectores de menores recursos.

La creciente incertidumbre sobre la trayectoria de la economía mundial, las menores exportaciones agrícolas e industriales y el déficit en la balanza comercial energética, generaron, hacia fines de 2011 e inicios de 2012, la percepción de que el superávit comercial esperado podría ser menor. En este marco, una parte de los agentes económicos argentinos con capacidad de ahorro intensificó su tradicional propensión a mantener proporciones significativas de su riqueza financiera en moneda extranjera, principalmente dólares.

Cuando se analiza el comportamiento temporal del atesoramiento en moneda extranjera se observa



**Gráfico 1.9****Gráfico 1.10****Balance de Pagos****Gráfico 1.11****Deuda Externa**

que, en contextos donde se instalan percepciones negativas entre los agentes económicos locales como, por ejemplo, que la crisis internacional puede empeorar, las compras de dólares para atesorar se intensifican. En períodos de coyunturas externas tranquilas, la demanda por dolarizar disminuye y, en general, se observan crecientes flujos de capitales del exterior que desean ingresar al país.

Estos cambios abruptos en los deseos de atesoramiento son macroeconómicamente equivalentes a reversiones en los flujos de capitales que cíclicamente ocurren en las economías emergentes. En este sentido, la regulación de los movimientos de capitales y del mercado cambiario debe ser entendida como un esquema integral de administración de los flujos financieros, necesario para el adecuado funcionamiento de un régimen de flotación administrada de la moneda. En otras palabras, regular los flujos de entrada y salida de no residentes y residentes permite evitar que cambios bruscos en la demanda deseada de pesos (períodos de entrada) o dólares “financieros” (períodos de salida) generen excesos de volatilidad y/o niveles inadecuados en la paridad cambiaria.

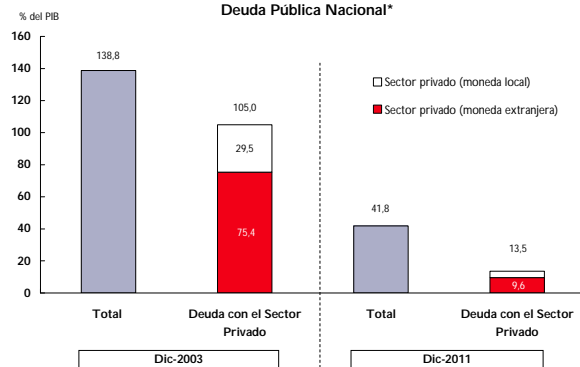
En el caso argentino esto es particularmente importante, porque hay un relativo consenso en que niveles de tipo de cambio real muy apreciados o muy depreciados son distorsivos para la actividad económica y que una excesiva volatilidad también tiene efectos adversos sobre la estabilidad financiera. Así, no parece adecuado que el conjunto de la economía argentina deba convalidar los costos que significarían modificar bruscamente la paridad cambiaria ante alteraciones en la oferta y demanda de dólares financieros. Tampoco sería apropiado fomentar el endeudamiento externo para financiar atesoramiento privado, dada la pérdida de autonomía en el manejo de la política económica que esta estrategia genera.

En la actual configuración económica de nuestro país, la principal fuente de dólares son las exportaciones de bienes y servicios. Esto contrasta con los años noventa cuando los flujos de capitales financiaron el desequilibrio de la Cuenta corriente aumentando el endeudamiento. Respecto a la aplicación de las divisas y en términos del funcionamiento armónico de la economía se pueden identificar diferentes usos prioritarios. Las divisas generadas se utilizan para pagar las importaciones, para atender los vencimientos de la deuda pública y privada en moneda extranjera y para acumular reservas internacionales en el Banco Central.

Frente a eventos negativos que pudieran restringir el acceso a las divisas internacionales, mantener un

Gráfico 1.12

Deuda Pública Nacional\*

\*Excluye *holdouts*

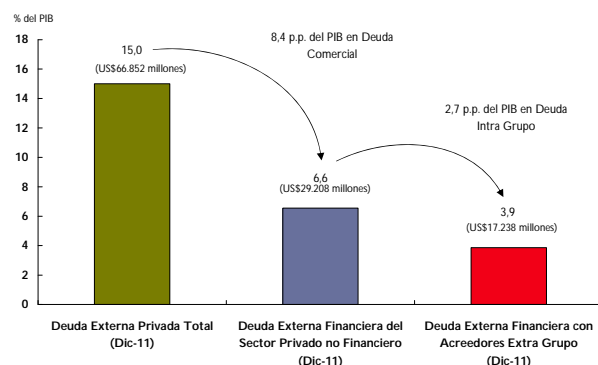
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía y Finanzas Públicas e INDEC

nivel suficiente de reservas se ha convertido en un objetivo común de la mayoría de los países emergentes para garantizar la autonomía necesaria de la política económica. En el caso de la Argentina, además de actuar como reaseguro de liquidez internacional, su uso ha contribuido a cancelar deuda pública en un contexto de bajo rendimiento de las reservas internacionales y de gran volatilidad en las condiciones del mercado de capitales internacional.

Desde el punto de vista del bienestar general de la sociedad, la acumulación de activos externos en el Banco Central es más eficiente que la realizada individualmente por parte de las personas físicas o jurídicas. La evidencia internacional ha mostrado que la mera existencia de un seguro colectivo como las reservas es la mejor garantía para proteger a la economía y a sus ciudadanos de eventos disruptivos de carácter externo, sean éstos *shocks* negativos en la esfera comercial o ataques especulativos financieros.

Gráfico 1.13

Deuda Externa Privada



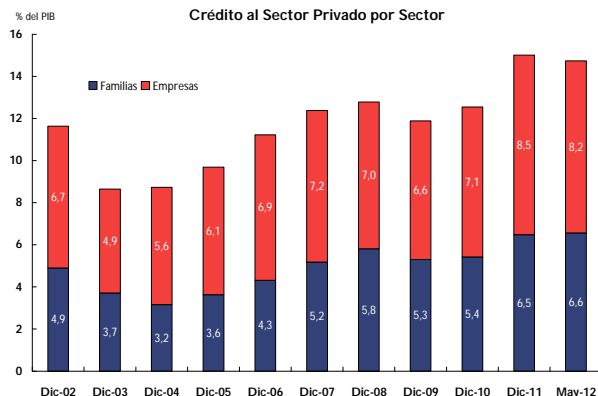
Fuente: BCRA

En este escenario, el aumento de la preferencia por dolarizar los portafolios financieros de una parte de los residentes frente al deterioro del panorama internacional obliga a la política económica a elegir la opción menos disruptiva, asignando los dólares disponibles al uso más eficiente, esto es, para pagar las importaciones de bienes y servicios, cancelar los intereses y las amortizaciones de la deuda pública y privada y acumular reservas internacionales que permitan sostener el esquema de flotación administrada del tipo de cambio.

Así, la reciente adecuación de las normas cambiarias —mediante la Comunicación A 5318— limita el acceso al mercado local de cambios con fines de atesoramiento, dando preferencia a la aplicación de las divisas a fines específicos vinculados con la actividad productiva. Esta medida se integra así al marco normativo de regulación prudencial ya existente a los efectos de asignar el excedente de dólares según criterios que prioricen el mayor impacto económico y social de esas divisas, propendiendo a que cada dólar usado maximice su efecto multiplicador en términos de crecimiento.

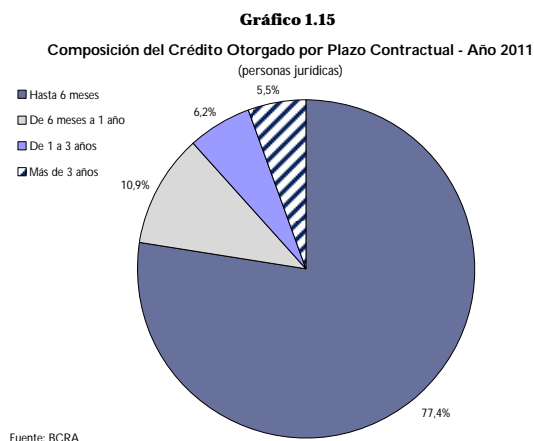
Gráfico 1.14

Crédito al Sector Privado por Sector



Fuente: BCRA

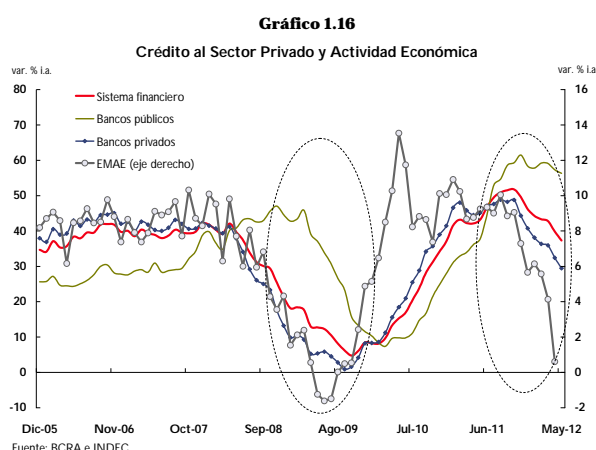
En el mismo sentido y con el objeto de sostener los niveles de inversión que garanticen el crecimiento, el BCRA puso en marcha la línea de créditos para la Inversión Productiva que dispone que, en los próximos 12 meses, las entidades financieras deberán canalizar el 5% del promedio de los depósitos privados de junio de 2012 al financiamiento de proyectos de inversión. Los préstamos estarán destinados a financiar la adquisición de bienes de capital o a la construcción de instalaciones necesarias para la producción y comercialización de bienes y/o servicios (ver Apartado 2). Estos créditos serán en pesos con un



plazo final no menor de 3 años y con una tasa de interés fija de hasta 15% anual. Al menos el 50% de los préstamos deberá ser otorgado a micro, pequeñas y medianas empresas. Los bancos alcanzados por esta normativa son todos aquellos con una participación en los depósitos superior al 1%, así como aquellos que operan como agentes financieros de las distintas jurisdicciones de gobierno.

Existe consenso en que el acceso al financiamiento del sistema bancario de mediano y largo plazo es un factor que influye significativamente en el nivel de inversión de una economía. Si bien este tipo de financiamiento puede darse tanto a través de los bancos como mediante los mercados de capitales, la dependencia del fondeo de los proyectos productivos de los recursos del sistema bancario es particularmente marcada en las economías en desarrollo, dada la escasa profundidad relativa de sus mercados de capitales.

En la Argentina el crédito bancario a largo plazo para financiar la inversión productiva se ubica en valores mínimos, situación que no difiere de los registros observados en las últimas décadas. La nueva disposición del Banco Central, por lo tanto, busca canalizar una mayor proporción del ahorro a actividades productivas. En particular, el 77% del total de los préstamos en 2011 se colocó a un plazo máximo de 6 meses y sólo el 5,5% se correspondió con créditos mayores a 3 años.



Asimismo, la medida se orienta a contrarrestar el rol procíclico que ha tenido el sistema financiero local. En el período de desaceleración económica de fines de 2008 y 2009, mientras que las entidades privadas redujeron abruptamente el crecimiento del crédito, la banca pública sostuvo sus líneas de financiamiento. Así, la política crediticia de las entidades públicas ha tendido a ocupar, en los últimos años, un rol similar al que se observa en el caso de los bancos de desarrollo en varias economías de América Latina y de Asia, donde el impulso al crédito productivo de largo plazo explica una parte fundamental del éxito en el camino al desarrollo.

En un contexto global donde no se vislumbra una pronta y efectiva salida de la crisis internacional, las medidas adoptadas por el Banco Central permiten ampliar el rol anticíclico de las políticas públicas y encuentran sustento en el mandato múltiple surgido a partir de la reforma de la Carta Orgánica que se refiere explícitamente a la estabilidad monetaria y financiera y a la promoción del empleo y el desarrollo con equidad social como objetivos a ser perseguidos por la Institución.

## 2 Contexto Internacional

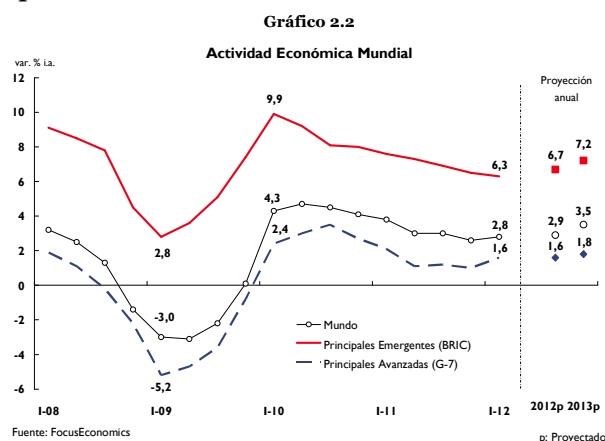
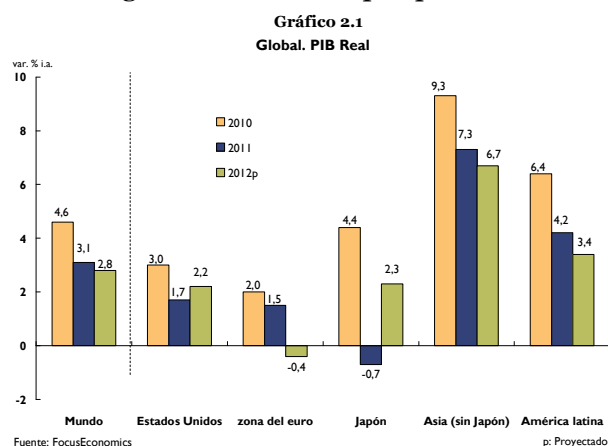
En el segundo trimestre de 2012 la economía global continuó expandiéndose a un ritmo contenido, persistiendo comportamientos heterogéneos: la zona del euro atravesando una recesión, el resto de los principales países avanzados con crecimientos moderados y los emergentes con desempeños relativamente más dinámicos. En este marco, se registró una baja tasa de incremento de los volúmenes del comercio mundial. La preferencia de los inversores por activos considerados como más líquidos y seguros llevó los rendimientos de los instrumentos más demandados a mínimos históricos, incluso por debajo de los observados en el 2008.

La zona del euro siguió siendo uno de los principales focos de atención de los analistas internacionales, dado que las medidas económicas anunciadas no han logrado revertir las críticas perspectivas macroeconómicas y financieras de la región.

El uso de la política fiscal como herramienta anticíclica en los países desarrollados permaneció significativamente restringido. Las medidas orientadas a garantizar la estabilidad financiera cobraron un protagonismo especial en la zona del euro, aunque no surtieron el efecto esperado sobre los mercados de capitales. Así, la política monetaria continuó siendo la principal herramienta para impulsar la actividad económica en los países avanzados.

Las regiones en desarrollo se vieron afectadas por la desaceleración del crecimiento de las economías avanzadas, observándose crecientes signos de tensión con depreciaciones de las monedas, empeoramientos de los saldos externos y fiscales y deterioros en los mercados de trabajo. No obstante, se prevé que los países emergentes sigan motorizando la expansión global, estimándose un repunte para el segundo semestre del año y un mayor dinamismo económico en relación a los desarrollados. Cabe destacar, además, que las economías emergentes disponen de mayores grados de libertad que las desarrolladas para implementar políticas anticíclicas adicionales en caso de resultar éstas necesarias.

En conclusión, la economía internacional evidenció un creciente deterioro durante el segundo trimestre del año, con una desaceleración del crecimiento mundial y un aumento de la incertidumbre a partir de las dificultades que se enfrentan en la zona del euro. El resto de los países avanzados tampoco logró consolidarse como impulsor del crecimiento global, en un contexto donde las políticas implementadas no han logrado modificar las perspectivas de mediano plazo.



## 2.1 Economía Global

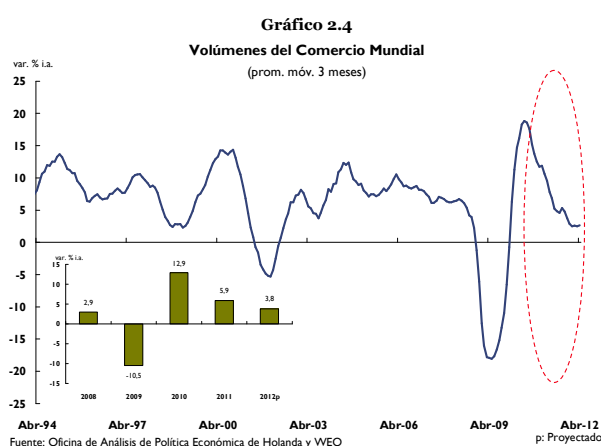
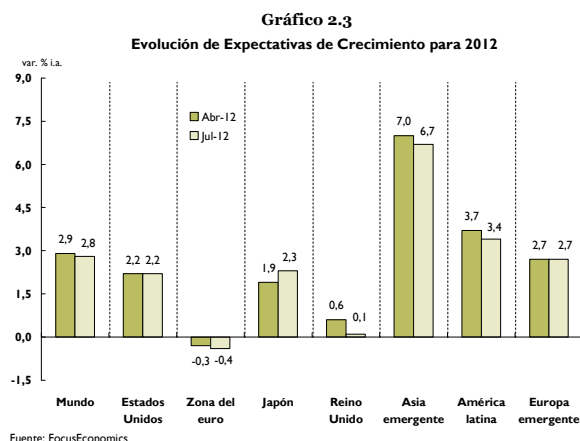
La economía mundial continúa creciendo a un ritmo contenido: la zona del euro enfrenta una recesión; otras economías avanzadas se expanden a tasas bajas, con cierta mejoría en el margen, y los países en desarrollo exhiben una moderación de su ritmo de crecimiento. Estas tendencias diferenciadas se mantendrían el resto de 2012 (ver Gráfico 2.1).

Las perspectivas sugieren que las naciones desarrolladas continuarán mostrando un magro dinamismo durante un período prolongado, al tiempo que las mayores expectativas se concentran en la posible recuperación de los países emergentes, los que disponen de mayor margen de maniobra para aplicar políticas a fin de dar soporte a la actividad económica. Sin embargo, existen dudas del desacople de la trayectoria de las regiones en desarrollo respecto de la evolución de la actividad económica del mundo desarrollado (ver Gráfico 2.2 y Apartado 1).

En este marco, las tasas de crecimiento proyectadas para el mundo en 2012 se mantuvieron sin variaciones significativas respecto del trimestre previo (ver Gráfico 2.3). Se espera que la actividad económica global se expanda en torno a 2,8% interanual (i.a.), levemente por debajo del nivel de 2011.

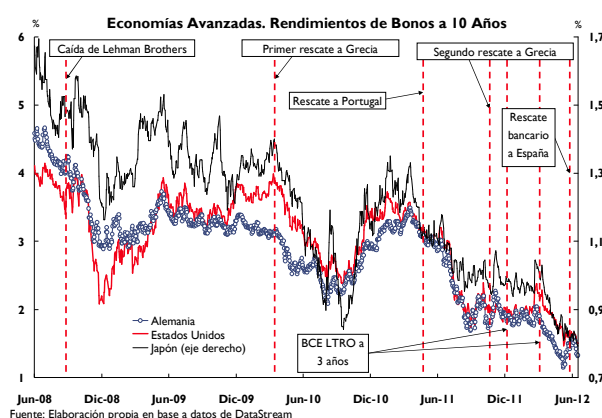
En línea con la evolución de la actividad global, se observó una baja tasa de incremento de los volúmenes del comercio internacional, que cerrarían el año con una suba cercana a 3,8% i.a., inferior a la del año previo (ver Gráfico 2.4).

En materia de flujos de capitales se observó una preferencia por parte de los inversores de los activos más líquidos y seguros entre los que se destacan los bonos alemanes, norteamericanos y japoneses, en detrimento de los activos de plazas financieras de otros países desarrollados y de los países emergentes en general. Esta dinámica, sumada a los anuncios de medidas adicionales de estímulo monetario y la posibilidad de que se instrumenten nuevas acciones en el futuro<sup>1</sup>, llevó a que se contrajesen los rendimientos de la deuda de largo plazo de países como los Estados Unidos y Alemania, posicionándose en torno a sus mínimos niveles históricos (incluso por debajo de los registros observados en el 2008). Sin embargo, cabe señalar que so-



<sup>1</sup> No se descarta una eventual tercera ronda de expansión cuantitativa por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Gráfico 2.5



bre el final del período se registró una leve reversión en la tendencia (ver Gráfico 2.5).

La zona del euro continuó concentrando la atención de los analistas internacionales, en la medida en que las políticas económicas implementadas no lograron mejorar las perspectivas macroeconómicas y financieras de la región. Se continuó posponiendo la resolución de los problemas de solvencia del sector bancario, enfrentándose las dificultades únicamente mediante medidas de expansión de la liquidez. En algunos casos, la asistencia a los sistemas financieros terminó afectando las cuentas públicas, en la medida en que los estados asumieron las pérdidas con el fin de garantizar la estabilidad de los sistemas bancarios.

Asimismo, la creciente utilización de mecanismos que privilegian las acreencias de los organismos supranacionales por sobre los del sector privado generaron una mayor aversión del mercado a financiar a los países vulnerables de la zona. Ello agrandó las divergencias en los costos de financiamiento intrarregionales y la incertidumbre acerca de la sostenibilidad de la unión monetaria (ver Gráfico 2.6).

Por su parte, el uso de la política fiscal como herramienta anticíclica en los países desarrollados siguió estando significativamente restringido por los elevados niveles de endeudamiento público, en algunos casos, y por falta de consenso político en otros. A la consolidación fiscal en la zona del euro se sumaron los planes de suba de impuestos en Japón y las previsiones de fuertes ajustes de las cuentas públicas para principios del año próximo en los Estados Unidos.

En este marco, la política monetaria continuó siendo la principal herramienta utilizada para impulsar la actividad económica. En efecto, los países industriales continuaron reduciendo las tasas de interés de referencia (zona del euro), e implementando medidas de inyección de liquidez (zona del euro, Japón e Inglaterra), además de otras medidas no convencionales de política monetaria. En particular, en los Estados Unidos, la autoridad monetaria extendió el plazo y los montos de su Programa de Extensión de Madurez de los bonos del Tesoro estadounidense en su cartera (conocido como Operación Twist; ver Gráfico 2.7).

Durante el segundo trimestre del año, las economías en desarrollo se vieron afectadas por la desaceleración del crecimiento de las avanzadas. Se obser-

Gráfico 2.6

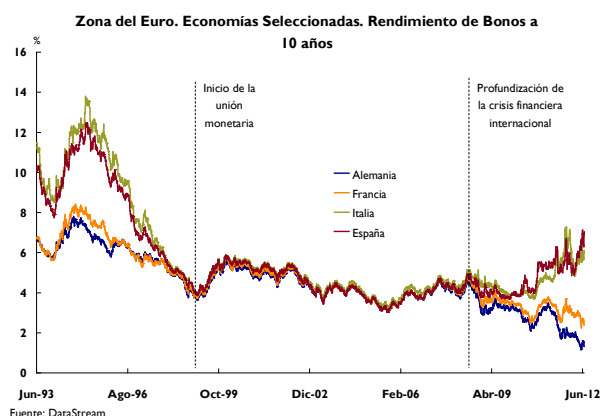
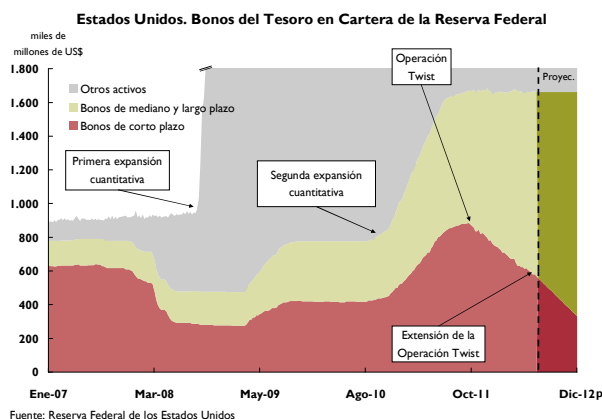
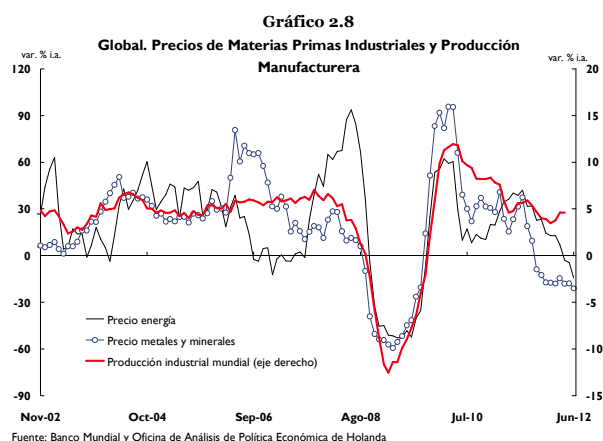


Gráfico 2.7

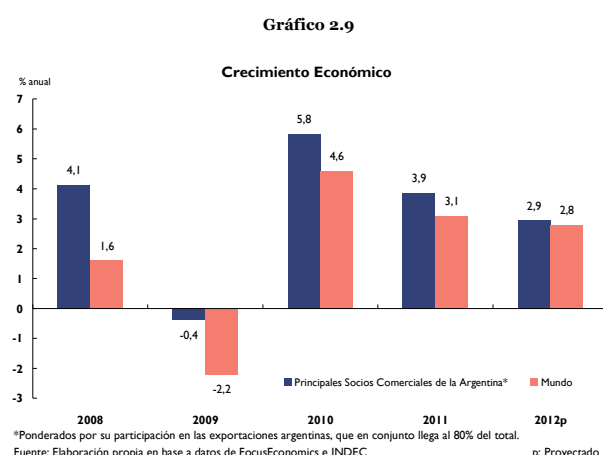






varon signos de mayor tensión, con desaceleraciones más fuertes que lo previsto (China, India, Brasil), depreciaciones de las monedas (particularmente en Rusia, Brasil e India, asociadas a salidas de capitales, formación de activos externos o medidas de política cambiaria), empeoramientos del saldo externo (Brasil, Turquía, India y Chile), del resultado fiscal (Sudáfrica e India) y deterioros en los mercados de trabajo (Sudáfrica). En este marco se implementaron diversas medidas anticíclicas, de carácter tanto monetario como fiscal, financiero y cambiario.

Más allá del menor ritmo de expansión económica, las economías emergentes seguirán impulsando el crecimiento mundial, previéndose un mayor dinamismo de la actividad en relación a las desarrolladas. En esta proyección juega un rol central el hecho de que los países en desarrollo disponen de mayores grados de libertad para la implementación de políticas anticíclicas adicionales en caso de resultar necesarias. De hecho, en India, China y Brasil se redujeron las tasas de interés de referencia para la política monetaria durante el segundo trimestre del año, modificándose también las tasas de encajes para favorecer el otorgamiento de créditos (China y Brasil). En el plano fiscal, Brasil ya implementó algunas medidas focalizadas de reducciones impositivas y subsidios a las tasas de interés. Considerando las reacciones de política que ya han comenzado a evidenciar estos países, se espera un repunte en la actividad económica de este grupo de naciones durante el segundo semestre del año.



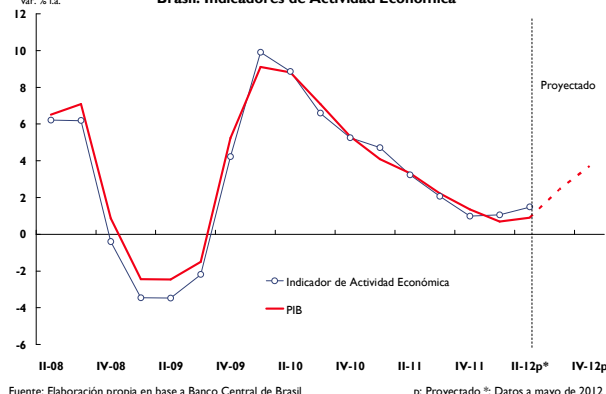
Las materias primas industriales (las energéticas, y los metales y minerales) continuaron exhibiendo menores cotizaciones por la desaceleración de la producción industrial global (ver Gráfico 2.8). En tanto, los *commodities* agrícolas registraron recientemente un fuerte impulso, influidos básicamente por cuestiones climáticas que afectaron la producción de los principales granos a nivel global (ver Capítulo 8).

En resumen, el escenario internacional presentó un deterioro de las expectativas en los últimos trimestres, caracterizado por un débil crecimiento económico en el mundo desarrollado (e incluso recesión en la zona del euro) y una desaceleración más intensa que la prevista en las economías emergentes. Sin embargo, las proyecciones anticipan un mayor dinamismo de la actividad económica en la segunda parte del año. Así, en la medida en que se materialicen estas perspectivas —en especial para



Gráfico 2.10

Brasil. Indicadores de Actividad Económica



los socios comerciales de la Argentina—, el contexto internacional se tornaría más favorable respecto del observado durante el primer semestre del año.

## 2.2 Principales Socios Comerciales

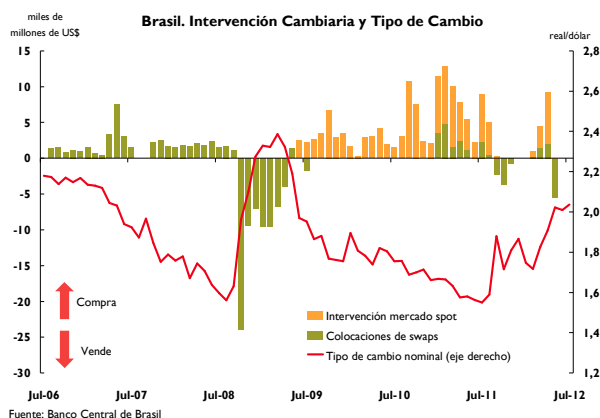
Los principales socios comerciales de la Argentina seguirán registrando un crecimiento de la actividad económica mayor que el promedio mundial, en línea con la mejora en su desempeño proyectada para la segunda mitad de 2012 (ver Gráfico 2.9).

### Brasil

La economía brasileña creció menos de lo esperado en los primeros meses del año (alrededor de 0,7% i.a.), lo que llevó a ajustar a la baja las proyecciones de crecimiento para 2012 hasta cerca de 2% (ver Gráfico 2.10).

Gráfico 2.11

Brasil. Intervención Cambiaria y Tipo de Cambio



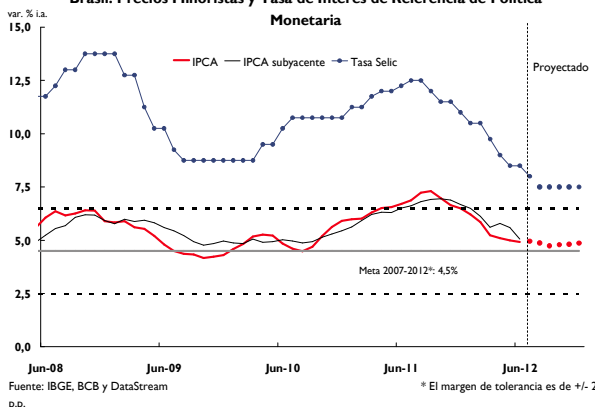
Pese a la desaceleración económica registrada, la demanda interna, apuntalada por un mercado de trabajo sólido, permitió que el nivel de actividad continuara creciendo. En efecto, la tasa de desempleo en mayo fue de 5,8% de la Población Económicamente Activa (PEA), 0,6 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del valor de un año atrás y -1,7 p.p. respecto de 2010. De este modo, la tasa de desocupación se mantiene en torno a su menor valor de los últimos 20 años.

En cuanto a la evolución del comercio exterior, en los últimos meses se observó una pérdida de dinamismo, de similar magnitud, tanto de las exportaciones como de las importaciones. De este modo, el superávit comercial se mantuvo prácticamente inalterado en los últimos 12 meses. De todas maneras, la economía brasileña mantiene un déficit estructural de Cuenta corriente, que llegaría según diversas estimaciones —tanto oficiales como privadas— a cerca de 2,6% del PIB.

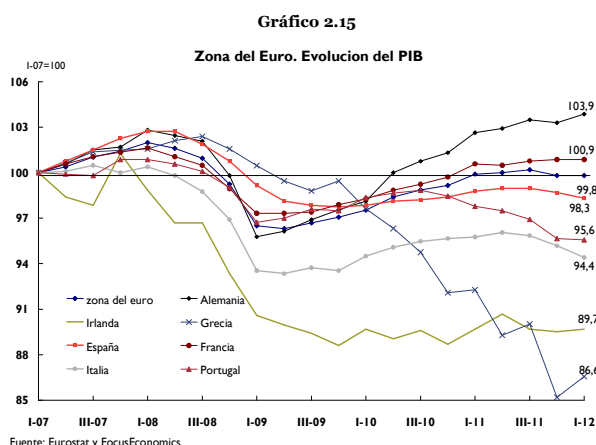
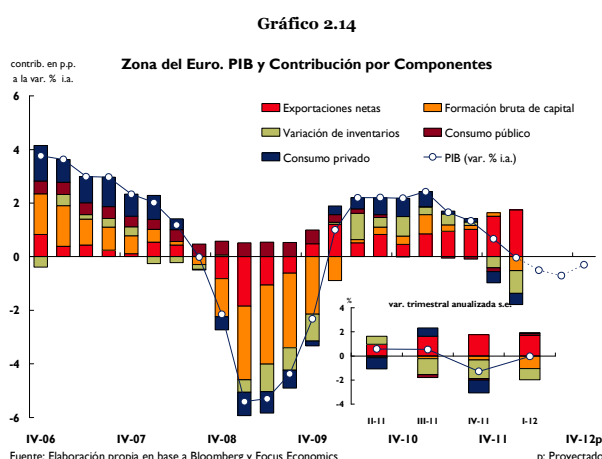
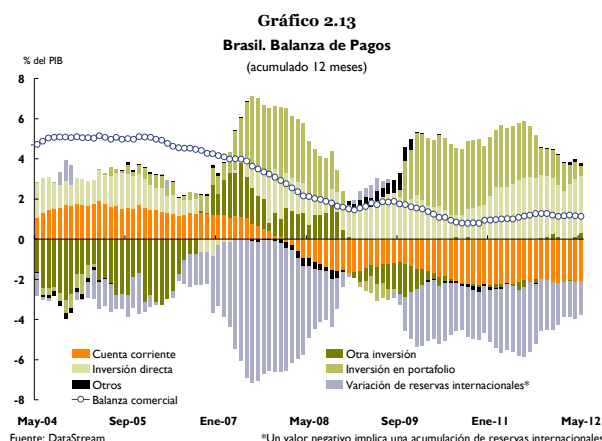
En materia cambiaria, se observó que a principios del trimestre el Banco Central de este país intervino activamente en el mercado comprando divisas, aunque posteriormente instrumentó diversas medidas para frenar la desvalorización excesiva de su moneda<sup>2</sup>. De este modo, el real brasileño se depreció en el segundo trimestre aproximadamente 7,6%, al tiempo que acumuló una depreciación interanual cercana a 30% (ver Gráfico 2.11).

Gráfico 2.12

Brasil. Precios Minoristas y Tasa de Interés de Referencia de Política Monetaria



<sup>2</sup> Subastas de swaps cambiarios y reducción de impuestos para operaciones de endeudamiento contra el exterior.



La inflación minorista siguió con la tendencia a la moderación iniciada a mediados del año pasado y se ubicó en junio en 4,9% i.a., la tasa más baja desde septiembre de 2010 (ver Gráfico 2.12). En un marco de acotado dinamismo de la actividad y de moderación en la tasa de crecimiento de los precios, el Banco Central de Brasil (BCB) redujo nuevamente su tasa de interés de referencia llevándola a 8%, el menor valor de las últimas décadas.

La creciente incertidumbre global, la reducción de la tasa de interés de referencia para la política monetaria (Sistema Especial de Liquidación y Custodia —SELIC—) y la desaceleración económica condujeron a una reducción del ingreso neto de capitales, presionando hacia la depreciación de la moneda. En particular se retrajo la Inversión en portafolio, que fue parcialmente compensada por un incremento en los flujos de Inversión extranjera directa. De todos modos, el ingreso de capitales superó al déficit de Cuenta corriente, sosteniendo el proceso de acumulación de reservas internacionales aunque a un ritmo más moderado (ver Gráfico 2.13).

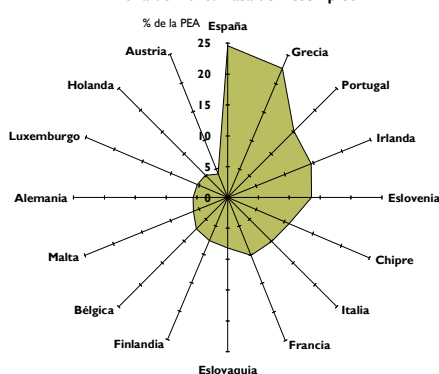
En el plano fiscal, el gobierno continuó anunciando diversas medidas de impulso a la actividad, entre las que se destaca el paquete de estímulo al sector automotriz (que representa poco más del 20% del Producto industrial y es uno de los que más inversiones realizan en el país) y al de la producción de bienes de capital. Cabe señalar que ya en junio se comenzó a observar un mayor dinamismo de las ventas de autos, lo que podría responder a la implementación del plan mencionado. Pese a las medidas, tanto el déficit fiscal como la deuda pública se mantendrían en términos del Producto en torno a 2% y 54%, respectivamente.

Diversos factores podrían impulsar la economía a partir del segundo semestre del año, como la incidencia del mayor ingreso disponible —influido por la suba del salario mínimo—, las medidas fiscales y monetarias de estímulo ya anunciadas, y la inversión en infraestructura para el Mundial de Fútbol y los Juegos Olímpicos en los próximos años (2014 y 2016, respectivamente). Se espera así que el mayor dinamismo de Brasil repercuta positivamente sobre la economía argentina (ver Apartado 3).

### Zona del euro

Durante el primer trimestre del año, la zona del euro presentó un estancamiento de la actividad económica, luego de la contracción del último trimes-

**Gráfico 2.16**  
**Zona del Euro. Tasa de Desempleo**

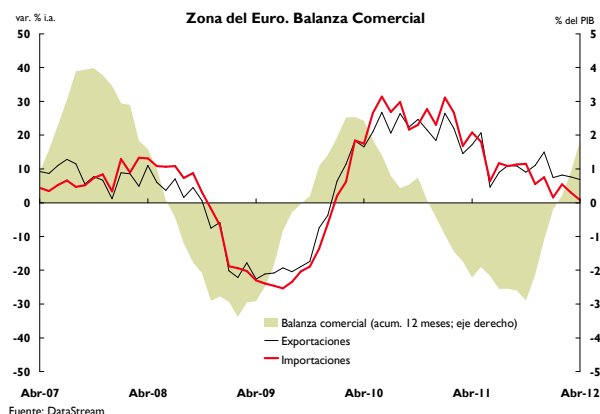


Fuente: Eurostat

tre de 2011. De los componentes de la demanda agregada, las exportaciones netas contribuyeron positivamente al crecimiento interanual, en tanto que el resto de los rubros aportó negativamente, destacándose la Inversión total y, en menor medida, el Consumo privado (ver Gráfico 2.14). A nivel país se observó nuevamente una importante heterogeneidad. Mientras que Alemania y Francia crecieron, otras naciones como Portugal, Grecia, España, Irlanda e Italia presentaron contracciones del Producto (ver Gráfico 2.15).

El primer trimestre dejó un arrastre estadístico de crecimiento para el año de -0,15 p.p. Sobre esta base, las proyecciones del mercado anticipan una contracción de la actividad económica en 2012 de aproximadamente 0,4%.

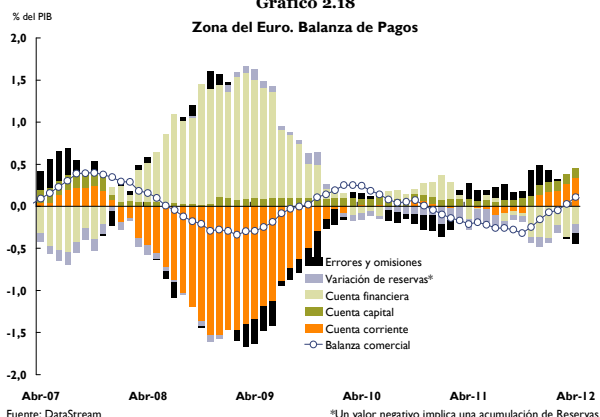
**Gráfico 2.17**  
**Zona del Euro. Balanza Comercial**



Fuente: DataStream

El desempeño de la actividad económica mantuvo fuertemente deteriorado al mercado de trabajo. La tasa de desocupación se incrementó durante el trimestre hasta 11,1% de la Población Económicamente Activa (PEA) en mayo, el valor más elevado desde 1993. En línea con lo que sucede con la actividad económica, se observó una importante dispersión en los datos laborales entre los países. Por un lado, naciones como España y Grecia registraron tasas de desempleo superiores al 20% de la PEA, mientras que otras como Austria, Luxemburgo y Alemania se ubicaron en torno al 5% (ver Gráfico 2.16).

**Gráfico 2.18**  
**Zona del Euro. Balanza de Pagos**

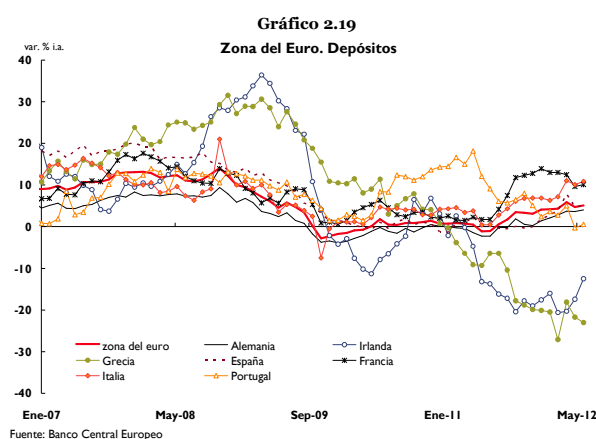


Fuente: DataStream

\*Un valor negativo implica una acumulación de Reservas

En lo que refiere al comercio exterior, se observó una desaceleración tanto de las Exportaciones como de las Importaciones, siendo estas últimas las que perdieron mayor dinamismo, evolución consistente con la recesión de la actividad y la depreciación de la moneda (ver Gráfico 2.17). Este comportamiento llevó a que la región pase de presentar un déficit comercial a ser superavitaria, dando lugar a un desempeño similar del saldo de la Cuenta corriente (ver Gráfico 2.18). Esta evolución del saldo externo contrasta con la registrada durante la profundización de la crisis internacional en 2008, cuando las exportaciones se desaceleraron más que las importaciones, dando lugar a un mayor déficit regional (agravando las necesidades de financiamiento externo). En la medida que se mantenga esta dinámica como la vía de ajuste del desequilibrio externo de la región, las importaciones de este socio comercial de la Argentina continuarán deprimidas<sup>3</sup>.

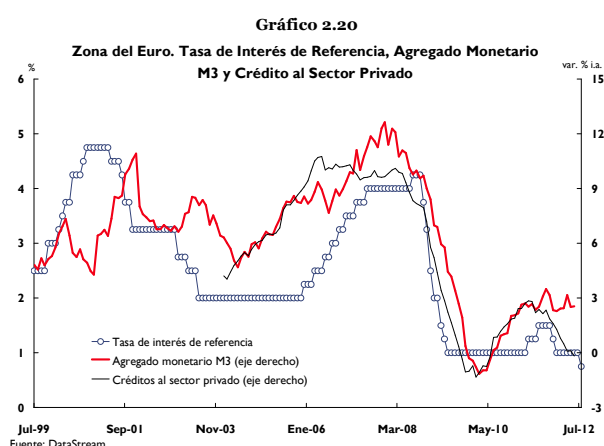
<sup>3</sup> Esto podría implicar un menor dinamismo de las exportaciones argentinas. De todas maneras el 70% de nuestras ventas externas a la zona del euro se corresponden con productos primarios y sus manufacturas derivadas cuyo consumo es relativamente inelástico al ciclo económico. En tanto, el resto de la exportaciones de nuestro país a la región se encuentra básicamente explicado por el biodiesel, producto que dada su creciente demanda mundial podría fácilmente reasignarse hacia otros destinos.



Durante junio, los precios minoristas mantuvieron su tasa de expansión inalterada en 2,4% i.a., luego de cuatro meses consecutivos de moderación. De este modo la inflación permaneció por sobre la meta del Banco Central Europeo (BCE; 2%).

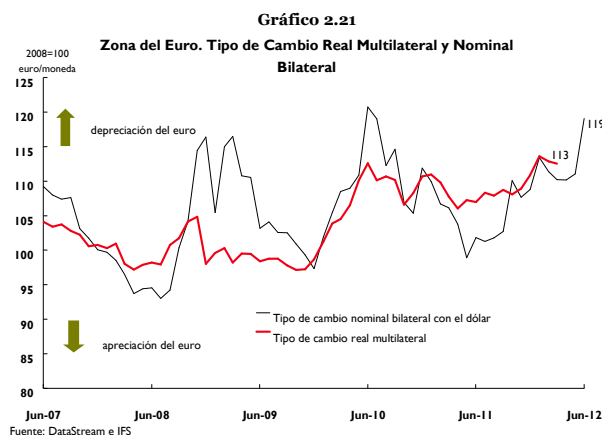
El sistema financiero de la región continuó evidenciando un elevado grado de fragilidad y heterogeneidad. La continuidad de la caída de depósitos en ciertos países vulnerables siguió agravando el funcionamiento de la intermediación financiera, verificándose también que la asistencia del BCE para incrementar la liquidez no se tradujo en mayores préstamos al sector privado (ver Gráfico 2.19).

La evolución en la actividad económica y la fragilidad del sistema financiero y de las finanzas públicas impulsaron al BCE a adoptar diversas medidas expansivas, pese a que la tasa de inflación supera la meta prevista. Así, el BCE recientemente extendió por seis meses más el Programa de provisión de liquidez ilimitada a tres meses. Asimismo, en su última reunión de política monetaria, redujo la tasa de interés de referencia en 0,25 p.p. hasta 0,75%, una decisión esperada por el mercado y que persigue reducir el costo de financiamiento de los bancos y de las economías más vulnerables de la región (ver Gráfico 2.20).



En España, tras conocerse la débil situación patrimonial del sistema financiero, el gobierno nacionalizó una importante entidad y acordó con la región una línea de crédito para recapitalizar a los bancos por €100.000 millones, aunque aún se desconocen las condiciones específicas. Los fondos provendrían del Mecanismo de Estabilidad Europeo (MEE). El privilegio de estas líneas de fondeo respecto de las acreencias privadas dio lugar a un incremento de la incertidumbre en los mercados respecto al financiamiento normal. Esto llevó a que las autoridades regionales recientemente decidieran quitarle este privilegio a la facilidad, aunque única y exclusivamente a la línea acordada con el gobierno español.

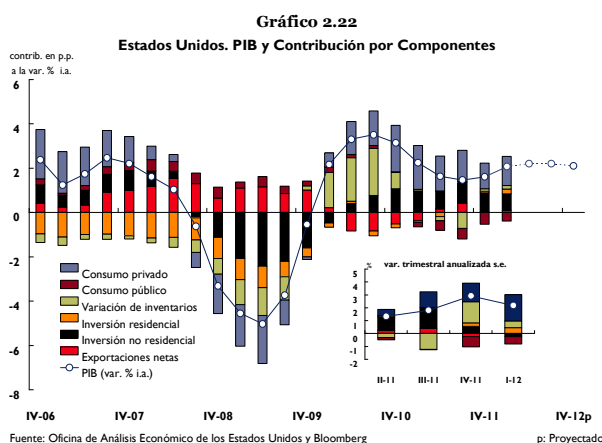
Las diferentes medidas para asegurar el financiamiento y la liquidez de la región no tuvieron el impacto esperado para restaurar la confianza de los mercados, reflejándose en elevados costos de financiamiento soberano, manteniéndose la volatilidad en las bolsas a nivel global y verificándose una mayor depreciación del euro respecto del dólar (ver sección 2.3 Mercados Financieros Internacionales y Flujo de Capitales). En efecto, en lo que va del año



el euro registra una depreciación nominal respecto del dólar de más de 10% i.a. (ver Gráfico 2.21).

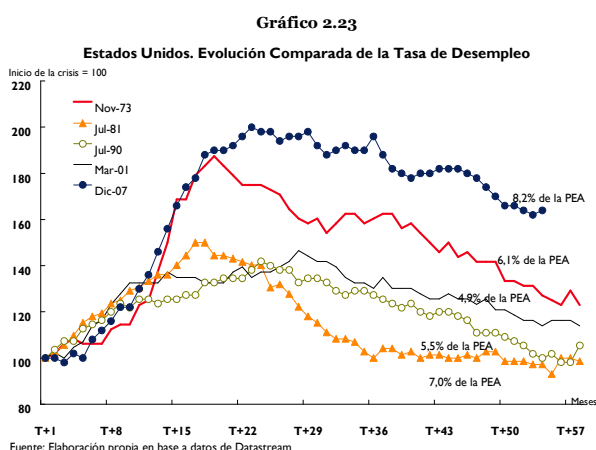
Pese al escenario económico recesivo, se continuaron implementando diversas medidas de ajuste fiscal, con el objetivo de sanear las finanzas públicas y alcanzar las metas fiscales establecidas para el presente año y el próximo. En este sentido, se destacó el anuncio de la suba de alícuotas del Impuesto al Valor Agregado (IVA) en España.

El deterioro de las perspectivas regionales originó el anuncio de la creación de un regulador único del sistema financiero y el estudio de una serie de propuestas para intentar preservar la unión monetaria: la focalización de medidas en el crecimiento económico (y no tanto en la austeridad fiscal) y la creación de eurobonos para permitir un acceso barato al financiamiento para las economías más vulnerables (ver Sección 2.3). Sin embargo, las discrepancias entre los líderes regionales estarían dificultando la concreción de estas propuestas.



## Estados Unidos

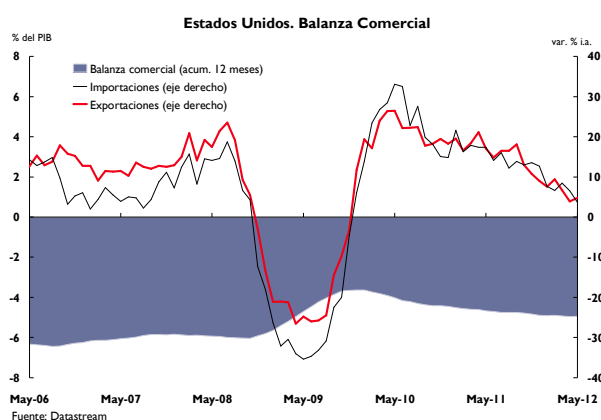
En los meses recientes, la actividad económica de los Estados Unidos presentó signos mixtos. No obstante, el continuo proceso de desapalancamiento del sector privado y la persistencia de tasas de desocupación históricamente elevadas, sumados a un acotado uso de medidas fiscales anticíclicas, hacen prever que las bajas tasas de crecimiento se mantendrán en el mediano plazo. Esta tendencia se vería reforzada por la evolución de la economía global, y en particular de la zona del euro.



En el primer trimestre de 2012 el PIB de los Estados Unidos se expandió 1,9% trimestral anualizado sin estacionalidad (s.e.), implicando una desaceleración respecto del trimestre previo. Esta última respondió a una menor contribución positiva de la Inversión, debido a una caída en el componente no residencial, y al comportamiento de la variación de inventarios. El mayor aporte del Consumo privado y la menor contribución negativa del gasto público compensaron parcialmente el inferior aumento del gasto en capital (ver Gráfico 2.22).

El dato del primer trimestre dejó un arrastre estadístico para el año en curso de 1,4 puntos porcentuales (p.p.). Así, se pronostica para 2012 un incremento del Producto de 2,3%.

Gráfico 2.24

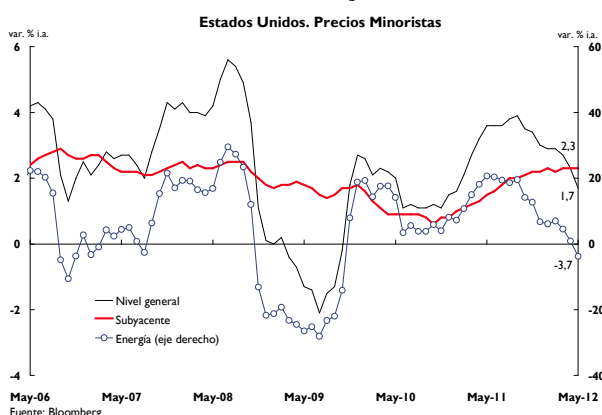


El magro crecimiento económico no logró reducir la tasa de desocupación, que en mayo se ubicó en 8,2% de la PEA. De este modo, todavía supera los niveles alcanzados en similares fases de otros períodos de crisis recientes (ver Gráfico 2.23).

En lo referente al intercambio comercial, tanto las importaciones como las exportaciones evidenciaron un menor ritmo de suba, manteniendo el saldo deficitario de la Balanza comercial en torno a 5% del PIB en el acumulado de 12 meses (ver Gráfico 2.24).

La inflación minorista comenzó a desacelerarse en el margen, respondiendo principalmente a una moderación de los precios de la energía y de algunos otros *commodities* (ver Gráfico 2.25). Por su parte el deflactor del Consumo privado, indicador sobre el que recientemente la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) estableció su meta de inflación de largo plazo, se ubicó muy próximo al objetivo de 2% i.a.

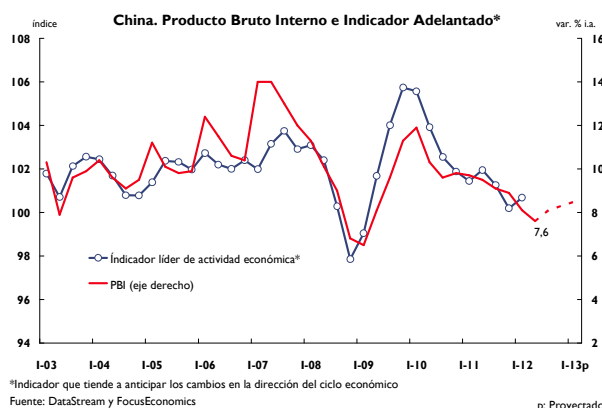
Gráfico 2.25



Si bien entre los analistas de mercado existen importantes expectativas de una nueva ronda de flexibilización monetaria en los Estados Unidos, la Fed anunció en su última reunión la prolongación hasta fines de 2012 del Programa de Extensión de Madurez de los bonos de su cartera, originado en septiembre de 2011 y cuya finalización estaba prevista para el 30 de junio pasado. Sin embargo, esta medida no incrementa la cartera de la Fed sino que sólo cambia su composición, tal cual lo descripto con anterioridad (ver Gráfico 2.7).

En el plano fiscal, las diferencias partidarias en torno al rol de las finanzas públicas continuarían impactando negativamente sobre las perspectivas de expansión económica, especialmente debido a que 2012 es un año electoral, por lo que habría mayor dificultad para alcanzar consensos.

Gráfico 2.26

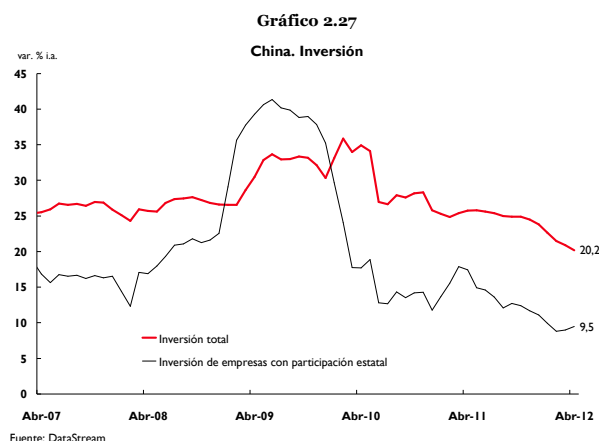


De concretarse el ajuste del gasto público acordado para 2013, que implica un recorte equivalente a 4% del Producto de este año, el crecimiento de la economía más grande del planeta se vería significativamente afectado. De todas maneras, existen expectativas de que tras los comicios se modifique el escenario político y pueda evitarse el ajuste fiscal a partir de un mayor consenso político.

## China

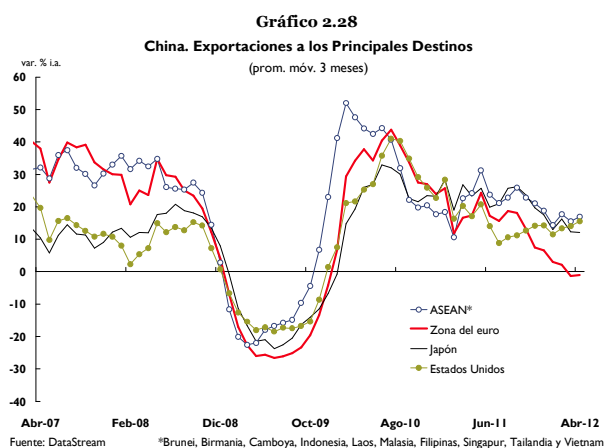
En los meses recientes, la actividad económica de China presentó una moderación en su ritmo de expansión algo mayor que la prevista. El menor creci-



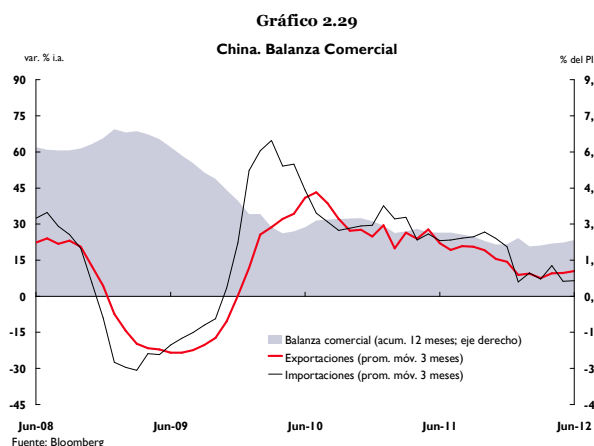


miento respondió tanto a factores externos como internos. Por un lado se verificó una débil demanda del resto del mundo, influida por la crisis europea, mientras que por el otro se registró un enfriamiento del mercado inmobiliario local (afectando la Inversión). Más allá de la desaceleración evidenciada, China aún sigue registrando altas tasas de crecimiento económico, proyectándose una variación del Producto para 2012 de 8,1% (ver Gráfico 2.26).

La inversión continúa siendo un factor gravitante para el crecimiento económico chino, debido a que este componente de la demanda agregada representa cerca de la mitad del Producto. En los últimos meses, esta variable presentó una ligera moderación en el ritmo de suba. El debilitamiento de ciertos indicadores del mercado inmobiliario (tales como los precios de los inmuebles) anticipa un deterioro en la construcción, lo que afectaría al gasto en capital (ver Gráfico 2.27).

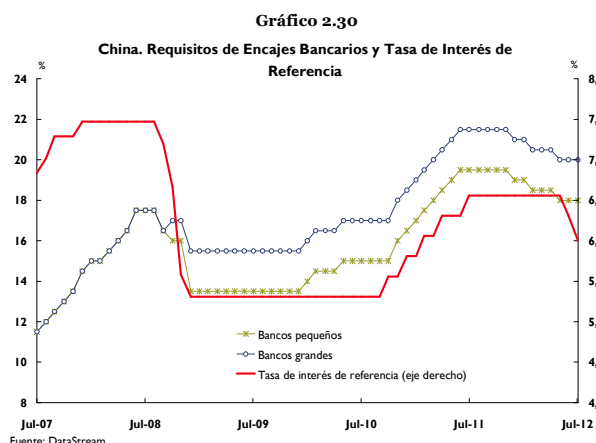


Por el lado de la demanda externa, las exportaciones presentaron en los últimos meses una continua reducción en su ritmo de crecimiento interanual. Los menores volúmenes exportados respondieron a una débil demanda externa, especialmente la originada en la zona del euro —uno de los principales demandantes de China— (ver Gráfico 2.28). Las importaciones también registraron una moderación de magnitud similar en su tasa de crecimiento, debido principalmente a la adecuación de la demanda de bienes intermedios, consistente con menores órdenes de exportaciones (ver Gráfico 2.29). De este modo, el saldo de la Balanza comercial de los últimos 12 meses se mantuvo prácticamente inalterado en torno a 2,2% del Producto.



En mayo, la inflación minorista continuó con la desaceleración iniciada a mediados del año pasado. Esto, sumado al más moderado desempeño económico, dio lugar a una flexibilización de la política monetaria por parte del Banco Popular de China. En mayo la autoridad monetaria decidió reducir la tasa de encaje bancario por segunda vez en lo que va del año, acumulando su tercera baja desde noviembre pasado. De este modo, la tasa de encaje para bancos pequeños se ubica en 18%, mientras que para los bancos grandes es de 20%. Asimismo, desde junio redujo en dos oportunidades su tasa de interés de política monetaria, la tasa de préstamos a 1 año, llevándola a 6%, al tiempo que también bajó la tasa de depósitos a 1 año a 3% (ver Gráfico 2.30).





En lo que va del año la moneda china acumuló una depreciación de 1,2% respecto al dólar estadounidense, debido principalmente a la pérdida de valor observada durante mayo (ver Gráfico 2.31).

La Asamblea Popular Nacional de China aprobó un presupuesto para el año fiscal con medidas orientadas a dar soporte al crecimiento. Entre las mismas se incluye un incremento en las erogaciones destinadas a áreas sociales, construcción de viviendas sociales, y medicina y cuidado personal.

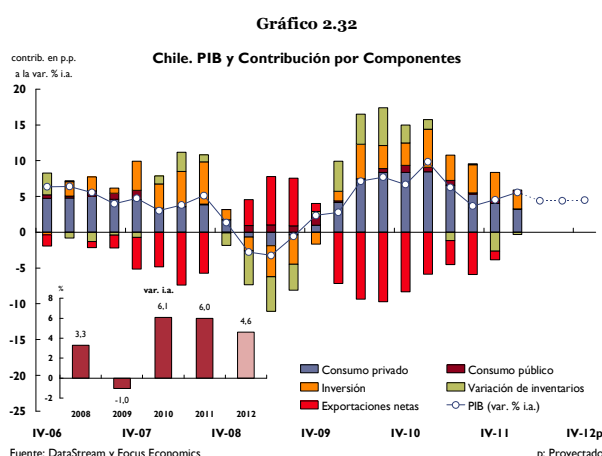
## Chile

La actividad económica de Chile mantuvo su ritmo de crecimiento en los meses recientes, previéndose un comportamiento similar en el corto plazo.



Durante el primer trimestre de 2012, el PIB de Chile se incrementó 5,6% interanual (i.a.), acelerando levemente su ritmo de expansión respecto del trimestre previo. Esta dinámica fue impulsada por el menor aporte negativo de las Exportaciones netas, mientras que el Consumo privado y la Inversión tuvieron una contribución inferior a la del trimestre previo. El guarismo del primer trimestre de 2012 dejó un arrastre estadístico para el presente año de aproximadamente 3,3 puntos porcentuales (p.p.). El mercado anticipa una expansión del PIB para el presente año de 4,6% (ver Gráfico 2.32).

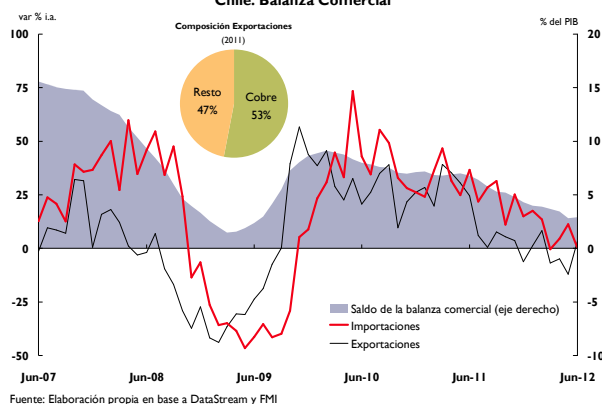
La fortaleza del mercado interno se habría mantenido recientemente dada la persistencia de un sólido mercado laboral. La tasa de desocupación permaneció relativamente estable en los meses recientes, ubicándose en 6,7% de la PEA en mayo, en torno a su mínimo valor de los últimos 15 años.



En los últimos meses, las ventas externas continuaron moderando su ritmo de crecimiento interanual; e incluso en marzo ingresaron en terreno negativo, situación que no se daba desde fines de 2009. En esta evolución influyó la moderación del crecimiento de sus principales socios comerciales, la zona del euro y China (que en conjunto representan aproximadamente 40% de las exportaciones). En igual sentido afectó la reducción reciente del precio del cobre, dada la fuerte participación que tiene el metal en el total exportado (aproximadamente el 53%). Por su parte, las compras externas tuvieron una tendencia similar a la de los productos exportados, aunque la baja en términos interanuales fue menor, reduciendo de este modo el saldo superavitario de la Balanza comercial en términos del Pro-

Gráfico 2.33

## Chile. Balanza Comercial

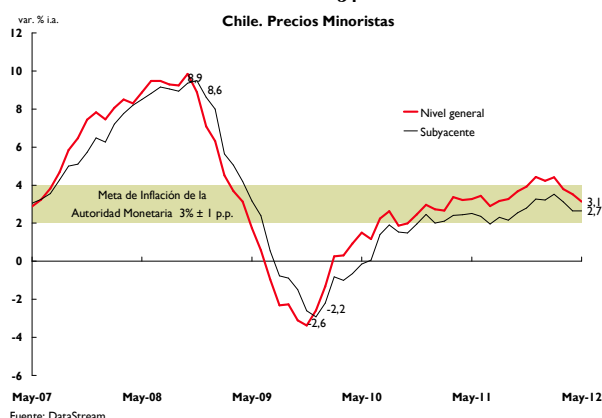


ducto hasta 2,8%, desde el 7% registrado un año atrás (ver Gráfico 2.33). Esta dinámica del comercio externo profundizó el déficit de Cuenta corriente, que alcanzó en el primer trimestre del año 1,7% del Producto.

En los meses recientes la inflación minorista moderó su ritmo de expansión y en mayo alcanzó 3,1% i.a., ubicándose por tercer mes consecutivo dentro de la banda objetivo de la autoridad monetaria ( $3\% \pm 1$  p.p.; ver Gráfico 2.34). En este contexto, recientemente la autoridad monetaria decidió mantener su tasa de interés de referencia en 5%, tras la baja registrada luego del ciclo alcista previo. Para lo que resta del año los analistas de mercado esperan que la tasa de interés se mantenga en su actual nivel. Sin embargo, no se descarta una posible reducción de la misma ante una desaceleración de la economía global mayor que la prevista.

Gráfico 2.34

## Chile. Precios Minoristas



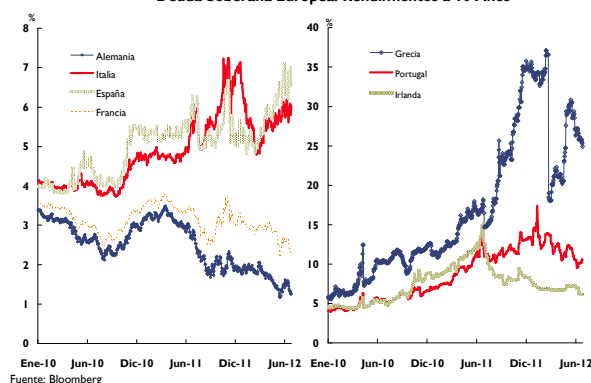
## 2.3 Mercados Financieros Internacionales y Flujos de Capitales

En oposición a lo observado en los primeros tres meses del año, desde fines de marzo los mercados financieros internacionales retomaron la trayectoria negativa (pese a que en junio se evidenciaba un rebote parcial). La misma reflejó, principalmente, los crecientes temores respecto a la situación en Europa. A esto se le sumaron las mayores dudas acerca de la actividad en economías de gran tamaño como los Estados Unidos y China.

Con respecto a la evolución de la crisis de la deuda soberana europea, en los últimos meses sobresalieron las peores perspectivas de crecimiento en la región, las especulaciones en torno a una posible salida de Grecia de la zona del euro<sup>4</sup> y la creciente preocupación acerca de la vulnerabilidad del sistema financiero español. Esto llevó a que se intensificara el deterioro de los mercados de títulos públicos de economías de gran tamaño en situación vulnerable (España e Italia), reavivando las dudas con respecto a la sustentabilidad de la deuda de estos países (ver Gráfico 2.35). Así, España debió solicitar asistencia financiera a la Unión Europea para recapitalizar su sistema bancario, mientras que a fines del semestre Chipre también oficializaba un pedido de ayuda externa. El empeoramiento de la situación llevó a que las autoridades europeas realizaran nuevos anuncios de medidas de política tras la cumbre de fines de junio, incluyendo el estable-

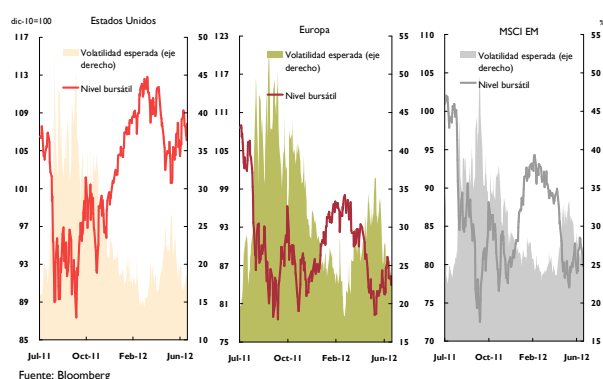
Gráfico 2.35

## Deuda Soberana Europea: Rendimientos a 10 Años



<sup>4</sup> En el marco del proceso electoral que se desarrolló en aquel país.

**Gráfico 2.36**  
Índices Bursátiles Expresados en Dólares y Volatilidad Esperada

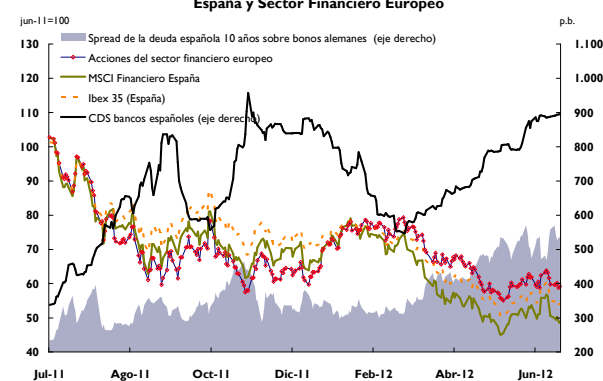


Fuente: Bloomberg

cimiento de una entidad de supervisión bancaria unificada para la región y la flexibilización de la capacidad de acción de los fondos de estabilidad financiera.

En efecto, a pedido de los países interesados, se anunció que el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera —de carácter transitorio— y el MEE —de carácter permanente, con vigencia desde julio de este año— podrían intervenir en los mercados de deuda soberana para estabilizarlos. Se permitiría además que, una vez que esté en marcha la nueva autoridad de supervisión bancaria europea —se estima que la misma entrará en vigencia a fines de este año—, el MEE pueda realizar inyecciones de capital en instituciones financieras directamente. Actualmente deben hacerlo en forma indirecta, a través de financiamiento al gobierno respectivo.

**Gráfico 2.37**  
España y Sector Financiero Europeo

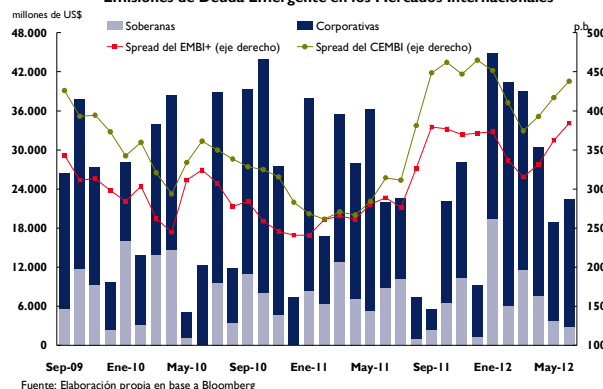


Fuente: Bloomberg

El menor apetito por riesgo presionó sobre los mercados bursátiles a nivel global, con un debilitamiento más marcado en el caso europeo (ver Gráfico 2.36). La merma fue mayor al considerar el caso específico de las acciones del sector financiero (ver Gráfico 2.37). La caída en los precios de los valores bursátiles coincidió con un incremento en los índices de volatilidad esperada para las acciones europeas y norteamericanas, que volvieron a registrar niveles que no se observaban desde el segundo semestre de 2011.

Las bolsas emergentes también reflejaron el entorno de mayor cautela a nivel global. El índice *Morgan Stanley Capital International* para emergentes (MSCI EM) registró una caída en dólares de 11% desde fines de marzo, resignando buena parte de las ganancias del trimestre anterior. La merma fue más fuerte para el subíndice de América latina, que se debilitó 14% en dólares, en parte debido al efecto de la variación en los tipos de cambio.

**Gráfico 2.38**  
Emisiones de Deuda Emergente en los Mercados Internacionales



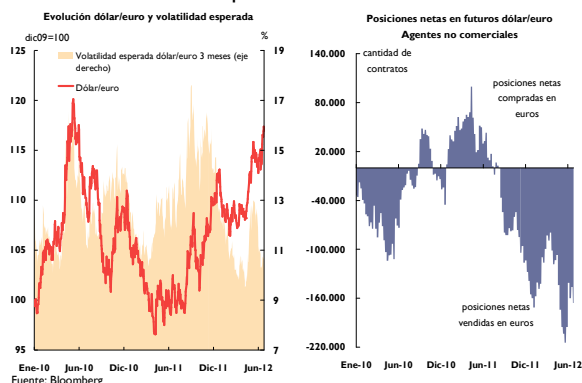
Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Los márgenes de tasa exigidos en el mercado secundario para la deuda soberana emergente pasaron a ampliarse a partir de marzo, aunque hacia junio registraban cierta corrección a la baja. En este marco, las emisiones de deuda de economías emergentes —por parte de empresas y gobiernos— entre abril y junio mostraron una contracción de 42% con respecto al trimestre anterior y 17% en términos interanuales (ver Gráfico 2.38).

Con respecto a los flujos de portafolio, los fondos de inversión especializados en acciones de economías emergentes revirtieron la tendencia de los

Gráfico 2.39

## Tipo de Cambio dólar/euro



primeros meses del año —cuando registraron fuertes suscripciones netas— y pasaron a evidenciar importantes salidas entre abril y mediados de julio<sup>5</sup>, aunque el saldo neto sigue siendo positivo para el acumulado de 2012. En lo que respecta a los fondos especializados en instrumentos de renta fija de economías emergentes, los mismos pudieron mantener un saldo favorable desde fines de marzo (aunque con entradas más moderadas), en función de los flujos positivos a fondos que se especializan en instrumentos de deuda en moneda extranjera.

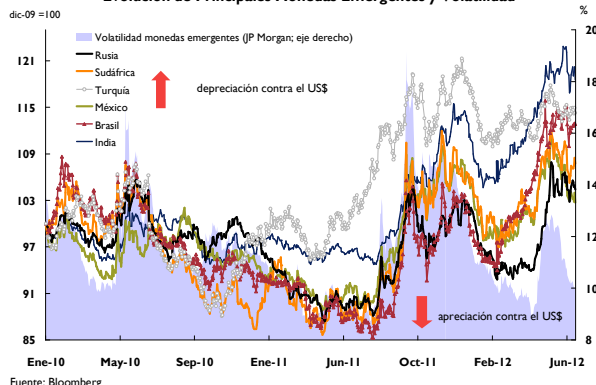
El dólar mostró una apreciación de 8% contra el euro desde fines de marzo<sup>6</sup>, mientras que se verificó un repunte en la volatilidad esperada de esta paridad. Esta evolución coincidió con el aumento de las posiciones vendidas netas en euros por parte de los agentes no comerciales en los mercados a futuro (ver Gráfico 2.39).

Las monedas de economías emergentes se debilitaron cerca de 5% contra el dólar desde fines del primer trimestre del año, lo que implicó un cambio de tendencia respecto a la apreciación registrada en aquel período. En particular, sobresalió la depreciación contra el dólar de las monedas de Europa emergente, más marcada que la observada para el promedio general de economías emergentes (ver Gráfico 2.40).

En perspectiva, la evolución de la crisis de la zona del euro y la posibilidad de un mayor debilitamiento de la actividad económica a nivel global (que podría afectar las cotizaciones de los precios de las materias primas), juntos con las eventuales respuestas de política económica ante estos desarrollos, seguirán siendo factores gravitantes para el escenario internacional en el que se inserta la Argentina. En este sentido, si bien se espera una mejora en el ritmo de crecimiento de los principales socios comerciales de nuestro país, prima el contexto de cautela y volatilidad que podría condicionar el desempeño económico en el segundo semestre del año.

Gráfico 2.40

## Evolución de Principales Monedas Emergentes y Volatilidad



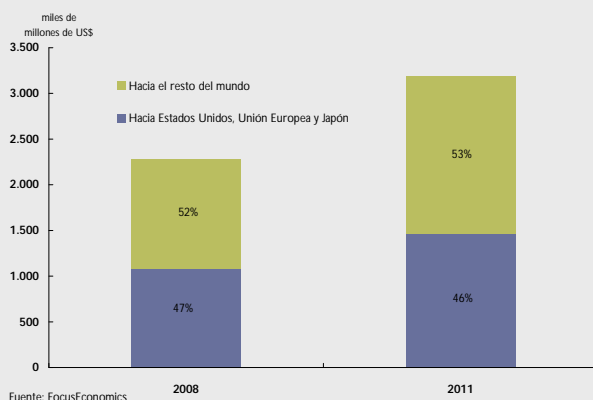
<sup>5</sup> Los egresos en el período estuvieron concentrados principalmente en fondos que invierten en acciones de Asia emergente, seguidos por los que se enfocan en América Latina.

<sup>6</sup> En contraste con la depreciación de 4,5% que registró en relación al yen.

## Apartado 1 / ¿Podrán los países emergentes seguir creciendo a altas tasas pese a la crisis en los avanzados?

La hipótesis de desacople (*decoupling*) de las trayectorias de crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes, que ya se sostuvo hacia fines de 2008 —luego de la profundización de la crisis financiera internacional—, difícilmente encuentre sustento en la coyuntura actual. Si bien se prevé que, al igual que en aquella oportunidad, los países en desarrollo se apoyen en la solidez de sus mercados internos y aprovechen sus márgenes de aplicación de políticas contracíclicas, los lazos comerciales y financieros entre las naciones desarrolladas y las emergentes no se modificaron sustancialmente entre 2008 y la actualidad. Por ello, resulta esperable que, ante la incierta situación que atraviesan las economías de la zona del euro y el magro crecimiento de los países avanzados, los canales de transmisión continúen operando de un modo similar al observado a fines de 2008 y en 2009, contribuyendo a una desaceleración del ritmo de expansión económica de los países emergentes.

**Gráfico 1 | Principales Economías Emergentes. Exportaciones y Participación por Destinos**

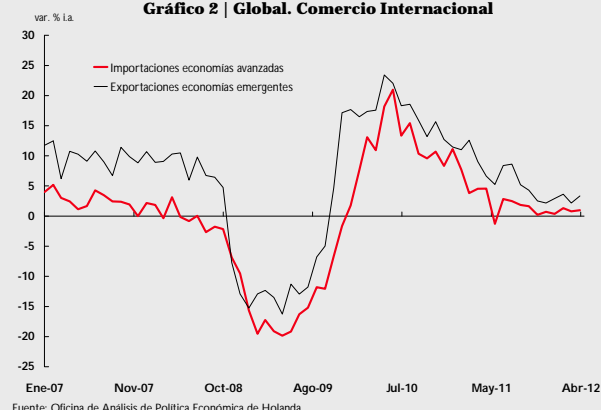


La presunción del desacople se desarrolló en un contexto en el que la mayor parte de los países en desarrollo habían logrado mejorar considerablemente sus fundamentos macroeconómicos, producto de la conjunción de políticas activas en un contexto internacional favorable para éstas. En la última década, como consecuencia de las mejores condiciones macroeconómicas, las naciones emergentes crecieron a una tasa superior a la de las avanzadas, ganando participación en la economía global hasta representar cerca del 50% del Producto Mundial en 2011. En ese proceso se consolidaron los mercados internos de los países en vías de desarrollo, implicando una reducción de las tasas de desempleo hasta niveles mínimos históricos. En tanto, el comercio entre las economías emergentes

se expandió, reduciéndose la dependencia de los mercados desarrollados. En paralelo, los precios y los volúmenes de los activos financieros de los países en desarrollo mostraron una mejora sustancial y su comportamiento comenzó a diferenciarse de otros instrumentos considerados de alto riesgo, con los que usualmente se comparaban.

Si bien la mejora en las condiciones iniciales apoya la hipótesis del desacople, también es cierto que algunas vulnerabilidades se mantuvieron. En efecto, la estructura del comercio internacional de las principales naciones en desarrollo se mantuvo relativamente inalterada desde 2008, evidenciando una elevada correlación entre las exportaciones de los emergentes y las compras externas de los países industrializados (ver Gráficos 1 y 2). El grado de integración financiera tampoco se modificó sustantivamente, de modo que este canal de transmisión de las crisis continúa vigente.

**Gráfico 2 | Global. Comercio Internacional**

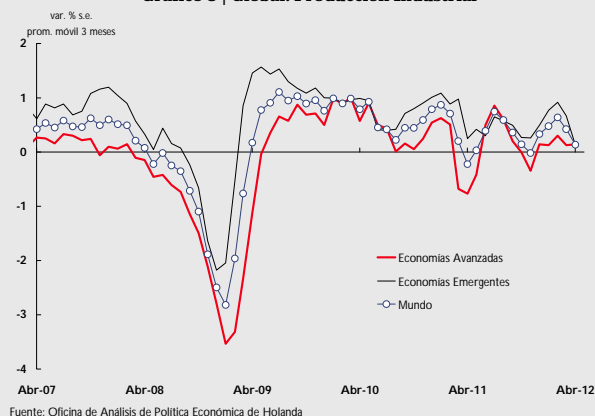


En la coyuntura actual, la evidencia sugiere que nuevamente la hipótesis de *decoupling* no encuentra sustento. En la medida en que siguieron deteriorándose las condiciones económicas y financieras en la zona del euro, y continuó el proceso de desaceleración del crecimiento de las demás naciones avanzadas, en los países en desarrollo se observaron moderaciones en el ritmo de expansión más fuertes que las previstas inicialmente, marcadas depreciaciones de las monedas, menor preferencia por activos emergentes, empeoramientos de los saldos externos y fiscales y/o deterioros en los mercados de trabajo. Desde la perspectiva financiera, las plazas bursátiles de las economías emergentes acompañaron el comportamiento de las avanzadas.



Las expectativas de que se materialice un desacople (al menos temporalmente) se concentran entonces en el margen de acción contracíclica del que disponen los principales países emergentes. Ante el menor ritmo de actividad económica, los gobiernos de estas naciones, al igual que en la oportunidad de la profundización de la crisis de fines de 2008, adoptaron diversas acciones de política económica a fin de revertir el impacto negativo de la menor demanda externa. En efecto, se han implementado medidas de carácter monetario, fiscal, financiero, comercial y cambiario. Si bien el impacto de las mismas podría permitir amortiguar los efectos adversos de la crisis, no está claro si estos serán suficientes para contrarrestar la menor demanda externa de persistir el débil desempeño en el mundo avanzado.

Gráfico 3 | Global. Producción Industrial



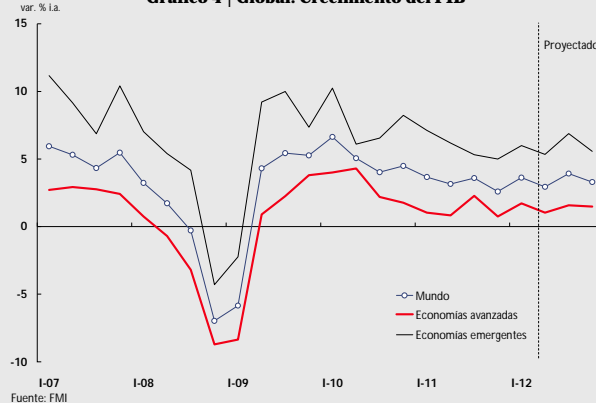
Por otro lado, una de las características de la expansión fiscal y monetaria de los emergentes en 2008-2009 fue la coordinación implícita de las medidas. Ello permitió retroalimentar las externalidades positivas de los *shocks* nacionales a través del canal comercial. El actual proceso debería tener similares características para maximizar su eficacia.

En lo que va del año la producción industrial de las naciones emergentes mostró una moderación de su ritmo de expansión mayor que la observada en las avanzadas (ver Gráfico 3). En línea con esta evolución, los niveles de crecimiento del Producto en los países en desarrollo también se desaceleraron (ver Gráfico 4). Se destacó el caso de China, que evidenció una significativa moderación del crecimiento en los últimos dos años, con un crecimiento proyectado para este año en torno a 8%, lo que representa el menor valor de las últimas décadas.

Desde la perspectiva de la economía real, y en contraste con la recesión mundial verificada entre 2008 y 2009, el ritmo de expansión del nivel de producción mundial actualmente no se está contrayendo. Este comportamiento obedece a que si bien Europa está en recesión, el resto de los principales países

avanzados (como Estados Unidos y Japón) continúan presentando un crecimiento débil pero positivo.

Gráfico 4 | Global. Crecimiento del PIB



En este contexto, si la situación en la zona del euro se agudiza y repercute globalmente, sería esperable un deterioro más marcado de las perspectivas de crecimiento de los países emergentes.

La evidencia continúa demostrando que existe una importante interdependencia entre ambos grupos de países, por lo que el futuro próximo de las economías en desarrollo aún seguiría estando condicionado por la evolución de las naciones desarrolladas.

### 3 Actividad Económica

En el segundo trimestre del año, la actividad económica aminoró su crecimiento. La desaceleración de la economía global, y en particular la menor actividad en Brasil, impactaron sobre las exportaciones y la producción local, sumándose el efecto de la sequía. Para lo que resta del año, y en línea con lo previsto para los principales socios comerciales de la Argentina, se espera una mejora en los niveles de actividad, lo que daría lugar a un nuevo año de crecimiento económico, aunque a un ritmo inferior al observado en 2011.

Por el lado de la demanda, durante el segundo trimestre del año se observó una reducción en el ritmo de expansión de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) en relación a los trimestres previos, explicado por un crecimiento moderado de la adquisición de Equipo durable de producción y un desempeño débil de la Inversión en construcción. El Consumo privado fue el impulsor de la economía en el segundo trimestre. Aunque se elevó en menor cuantía que en los períodos pasados, aportó más de tres cuartas partes del crecimiento interanual. El gasto de las familias se vio favorecido por la fortaleza del mercado laboral, la continuidad de las políticas públicas orientadas hacia los sectores de menores recursos, el ajuste semestral que opera sobre las jubilaciones y el dinamismo de los créditos al consumo. Por su parte, el Consumo público mantuvo su tendencia positiva, con una expansión similar a la de los trimestres anteriores. Las cantidades exportadas se redujeron en el segundo trimestre del año, como consecuencia de una baja en los envíos al exterior de productos industriales, originada por la desaceleración de la economía de Brasil, y de productos primarios, a partir de los menores saldos exportables resultado de la sequía.

Por el lado de la oferta, los indicadores parciales adelantados dan cuenta de una merma en la actividad en la industria y en la construcción en la comparación interanual. El sector agropecuario también exhibió una disminución de la actividad, a partir de una expansión de la ganadería que no alcanzó a compensar la caída de la actividad agrícola vinculada a la sequía de la campaña 2011/12. Por su parte, los servicios también redujeron su ritmo de aumento pero sintieron con menos fuerza el impacto de la desaceleración global al ser sostenidos por la fortaleza de la demanda interna. Las comunicaciones, la intermediación financiera y el comercio mayorista y minorista volvieron a ser los sectores que crecieron en mayor cuantía y que contribuyeron de manera más significativa a la expansión de la actividad económica. Por último, en un marco de menor dinamismo de la actividad económica, las cantidades importadas se redujeron en el trimestre a partir de una caída de la mayoría de los diversos tipos de bienes.

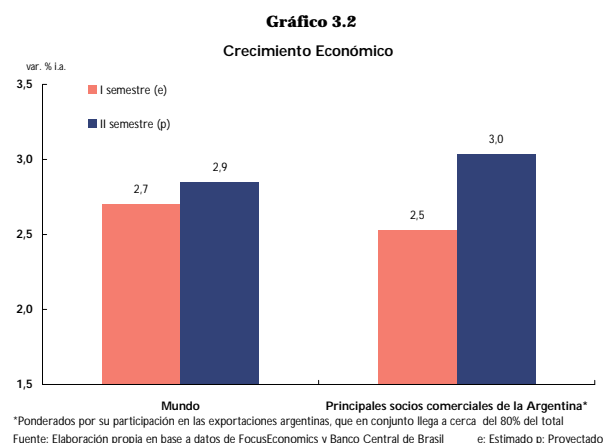
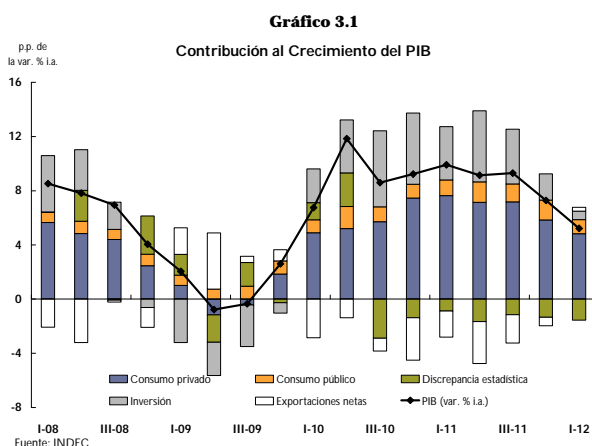
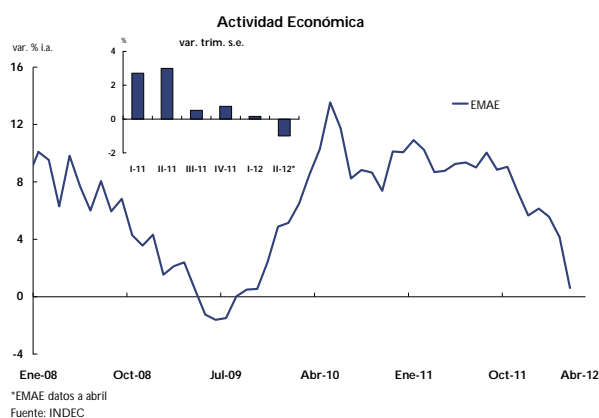




Gráfico 3.3



### 3.1 Demanda

Durante el segundo trimestre de 2012 el nivel de actividad estuvo sostenido por la fortaleza de la demanda interna, particularmente del consumo, mientras que la inversión y las exportaciones se debilitaron (ver Gráfico 3.3).

### Inversión

Durante el segundo trimestre del año, la inversión moderó su tasa de crecimiento interanual, pero sosteniendo niveles que implican una Tasa de inversión por encima del 20%.

El gasto en Equipo durable de producción tuvo una marcada desaceleración, luego de ser el principal impulsor de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) durante los últimos años (ver Gráfico 3.4). Esto respondió a una caída en las adquisiciones de maquinarias y equipos importados que fue sólo parcialmente compensada por las incorporaciones de equipamientos de origen nacional. En particular, la importación de bienes de capital acumuló en los primeros cinco meses del año una baja de 24% interanual (i.a.). En el mismo sentido, pero con una intensidad menor, las compras al exterior de partes y piezas de bienes de capital se redujeron 1,4% i.a. en el período mencionado. Esta contracción estaría explicada principalmente por las importaciones de autopartes, que se redujeron 4,6% i.a. en dólares corrientes, como consecuencia del impacto del menor nivel de actividad en Brasil sobre la industria nacional de automotores.

Gráfico 3.4

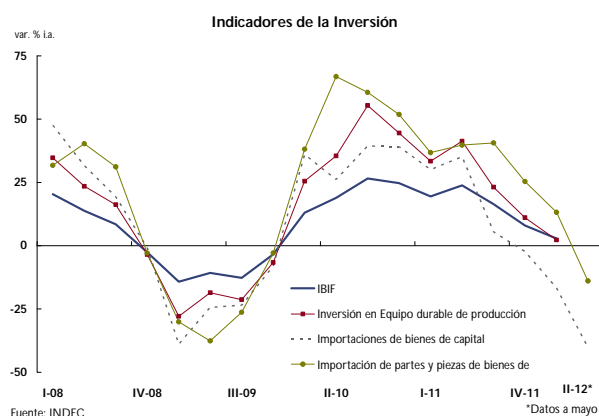
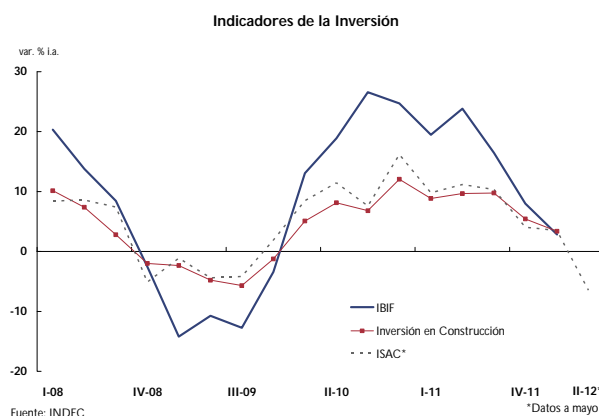


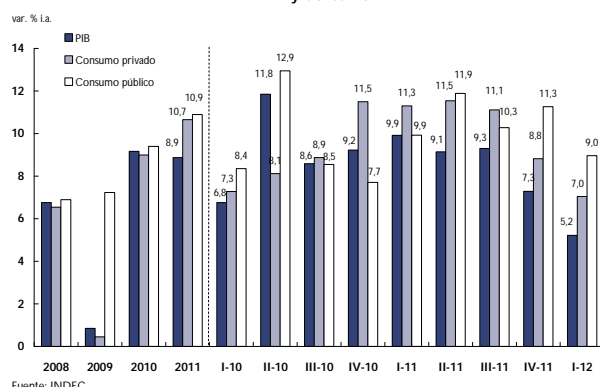
Gráfico 3.5



La Inversión en construcción exhibió un desempeño débil durante el año (ver Gráfico 3.5). Las obras vinculadas en mayor medida al sector público, como las viales y de infraestructura, presentaron una disminución en el segundo trimestre. A diferencia de los períodos previos, también las construcciones asociadas al sector privado tuvieron un comportamiento contractivo, con reducciones en las obras con fines comerciales e industriales y en las viviendas, con la excepción de las construcciones petroleras.

Ante este escenario y considerando la relevancia de la inversión para el crecimiento y la generación de empleo, y en el marco de las facultades otorgadas por la nueva Carta Orgánica, el Banco Central de la República Argentina lanzó una nueva línea de promoción de la inversión productiva en la que las principales entidades financieras y aquellas que se desempeñen como agentes financieros de las Pro-

**Gráfico 3.6**  
PIB y Consumo



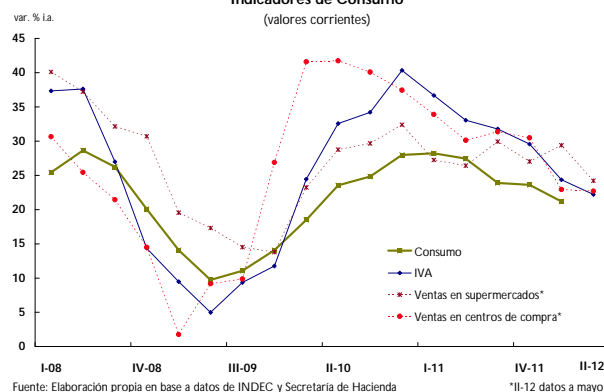
vincias deberán destinar el 5% de los depósitos del sector privado al otorgamiento de créditos al sector productivo, de los cuales al menos el 50% deben ser canalizados a proyectos llevados a cabo por las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas, estableciéndose que el desembolso sea en un plazo no mayor a un año (ver Apartado 2).

## Consumo

En el segundo trimestre del año, el Consumo privado fue el principal impulsor de la economía, al igual que en el trimestre previo cuando aportó más de tres cuartas partes del crecimiento interanual del Producto (ver Gráfico 3.6). En tanto, el Consumo público se expandió a un ritmo semejante al de los trimestres anteriores.

**Gráfico 3.7**

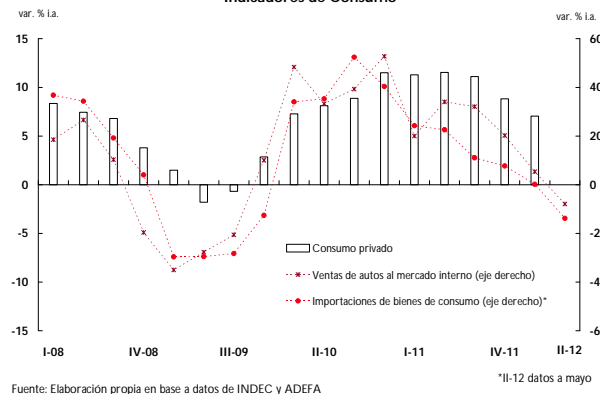
Indicadores de Consumo  
(valores corrientes)



Los indicadores parciales del consumo privado estarían reflejando un menor dinamismo en los meses más recientes. En particular, las ventas en supermercados ralentizaron su crecimiento en términos nominales en los primeros dos meses del segundo trimestre a 24,2% i.a. (29,4% i.a. en el primero), mientras que las ventas en centros de compras a precios corrientes mantuvieron un incremento semejante al de los meses de inicio de año (22,7% i.a.; ver Gráfico 3.7). Las ventas de autos en el mercado local se redujeron 7,9% i.a. en el trimestre, afectadas por la baja en las ventas de autos importados (-14,9% i.a.), que más que compensaron el incremento de las correspondientes a autos fabricados localmente (4,3% i.a.). Asimismo, las cantidades importadas de Bienes de consumo disminuyeron en torno a 10% i.a. (ver Gráfico 3.8).

**Gráfico 3.8**

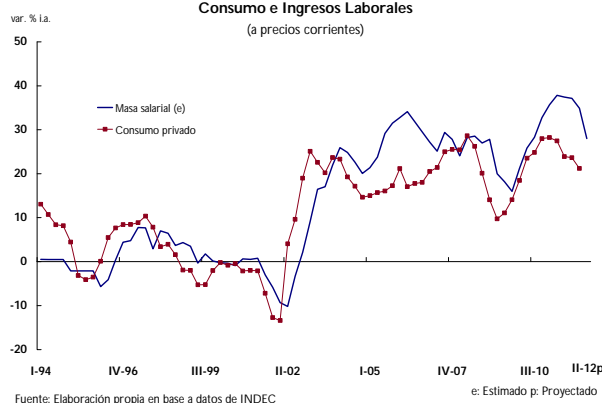
Indicadores de Consumo



De todas maneras, la fortaleza del mercado laboral, que permaneció con niveles elevados de empleo, continuó dando soporte al gasto de las familias (ver Sección 4). El aumento de las remuneraciones resultó en un nuevo crecimiento de la masa salarial en el trimestre (ver Gráfico 3.9). A su vez, alentaron al consumo las políticas públicas orientadas hacia los sectores de menores recursos, como la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH) y el ajuste de las jubilaciones resultante de la aplicación de la Ley de Movilidad Previsional (ver Sección 6).

Las promociones y planes de financiación de las cadenas comerciales en conjunto con las instituciones financieras siguieron vigentes en el trimestre, al igual que la disponibilidad de otros créditos al consumo. Así, el endeudamiento de las familias sigue mostrando una dinámica importante, con variacio-

**Gráfico 3.9**  
Consumo e Ingresos Laborales  
(a precios corrientes)

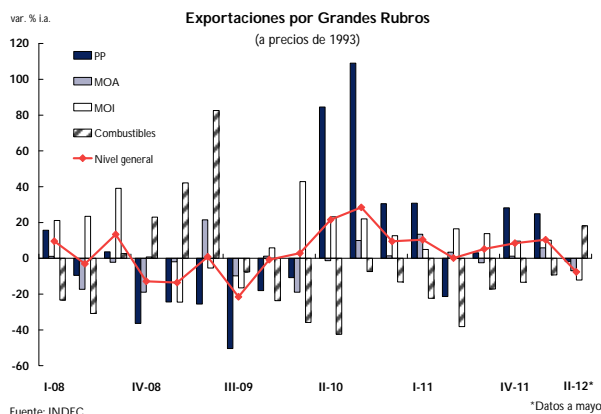


nes interanuales de los préstamos personales y de las financiaciones con tarjeta de crédito en torno a 39% y 49%, respectivamente (ver Sección 8).

## Exportaciones

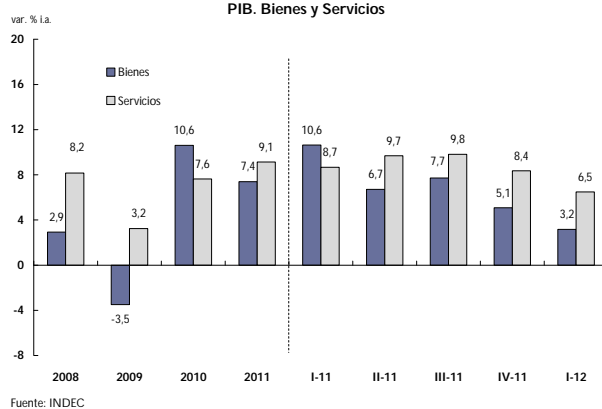
Las cantidades exportadas disminuyeron en torno al 8% i.a. en el segundo trimestre de 2012, revirtiendo el comportamiento favorable exhibido en los períodos previos (ver Gráfico 3.10; ver Sección 5). Las menores ventas externas de la Argentina respondieron principalmente a la actividad más reducida de sus socios comerciales y a la disminución de los saldos agrícolas exportables producto de la sequía.

**Gráfico 3.10**  
Exportaciones por Grandes Rubros  
(a precios de 1993)



Las exportaciones de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) se redujeron aproximadamente 7% i.a. en el segundo trimestre, tras crecer 4% i.a. en el primero. La baja fue generalizada, siendo los principales responsables de la caída los aceites, los *pellets* de la industria alimenticia —vinculadas con los efectos de la sequía—, las carnes y sus preparados y las bebidas. Las cantidades exportadas de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) experimentaron una disminución del 12% i.a. en abril-mayo. La caída obedeció en gran parte a los menores envíos al exterior de material de transporte. De hecho, excluyendo los envíos de este rubro a Brasil, las MOI habrían incrementado levemente las cantidades exportadas en los primeros cinco meses del año en términos interanuales.

**Gráfico 3.11**  
PIB. Bienes y Servicios

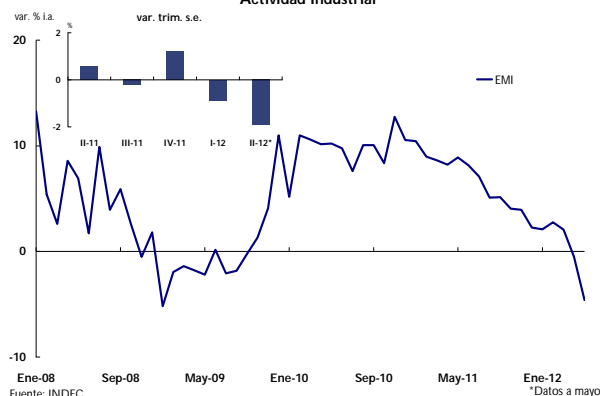


Los Productos Primarios (PP) exportados también disminuyeron, pero en menor cuantía. Los envíos de semillas y frutos oleaginosos cayeron 24,2% i.a., al tiempo que también se mostraron en baja las exportaciones de frutas frescas, lanas y miel. A diferencia de los trimestres previos, se recuperaron las exportaciones de Combustibles, con un crecimiento cercano a 18% i.a., determinado por una baja base de comparación.

## 3.2 Oferta

Por el lado de la oferta, la moderación de la actividad económica se debió tanto al comportamiento de la producción de bienes como de servicios, aunque estos últimos sintieron con menos fuerza el impacto de la desaceleración global (ver Gráfico 3.11).

**Gráfico 3.12**  
Actividad Industrial



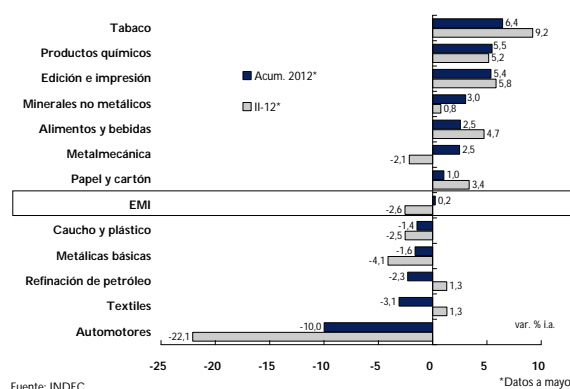
## Industria

Según el Estimador Mensual Industrial (EMI) —que mide el desempeño de los productos e insumos más representativos— el sector manufacturero redujo su nivel de actividad en el segundo trimestre de 2012 en torno al 3% i.a. (ver Gráfico 3.12).

Si bien se observó que el 60% de los sectores manufactureros presentó un aumento de la actividad en términos interanuales en el período, aquellos que tienen una mayor participación en el valor agregado industrial aminoraron su expansión o exhibieron una caída (ver Gráfico 3.13).

**Gráfico 3.13**

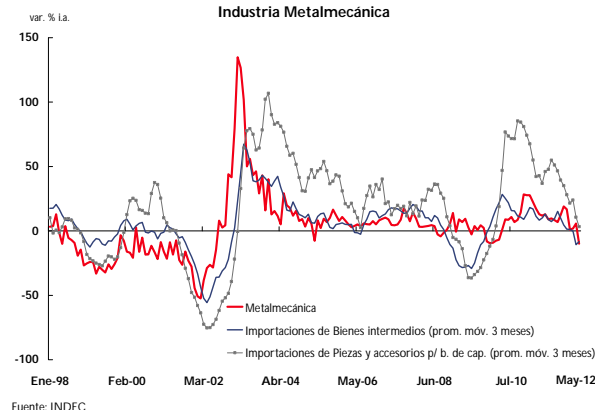
Industria. Evolución Sectorial



La industria automotriz disminuyó su producción en el trimestre y fue uno de los principales responsables de la contracción de la actividad manufacturera en el período. Este comportamiento estuvo vinculado a la caída de la demanda externa, principalmente de Brasil. Según datos de la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA), las exportaciones disminuyeron 37,2% i.a. en el período, con una baja de 36,6% de los envíos a Brasil —mercado que concentra el 79% de las exportaciones de autos—. De manera contraria, las ventas de vehículos nacionales en el mercado local permanecieron en alza, con una suba de 4,3% i.a. La menor actividad de la industria automotriz tuvo su correlato en varios de los sectores productores de sus insumos entre abril y mayo, tales como las industrias metálicas básicas (-4,1% i.a.) y los productos de caucho y plástico (-2,5% i.a.).

**Gráfico 3.14**

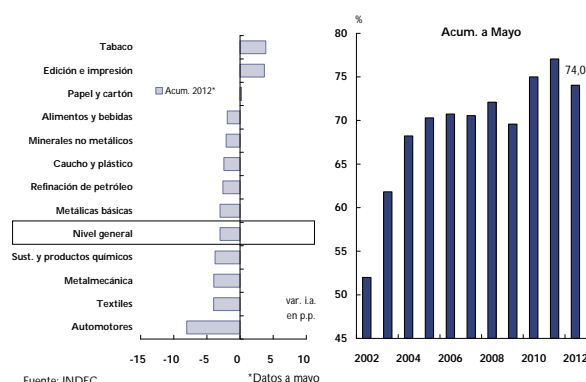
Industria Metalmecánica



A diferencia de los períodos previos, cuando fue la principal impulsora de la actividad manufacturera, la industria metalmecánica presentó una caída de la actividad en el período (-2,1% i.a.), asociada en parte a la disminución en la importación de insumos (ver Gráfico 3.14). También los minerales no metálicos disminuyeron su aporte al crecimiento industrial, al exhibir una desaceleración, afectados por la menor actividad en la construcción.

Por su parte, la industria alimenticia aceleró su expansión en el trimestre (4,7% i.a.) y fue la principal contribuyente a la actividad sectorial. Este dinamismo respondió al incremento de las carnes rojas y las carnes blancas, la elaboración de productos lácteos y a la molienda de cereales y oleaginosas. En tanto, los productos químicos mantuvieron su dinamismo (5,2% i.a.), a partir del aumento de las materias primas plásticas y en menor medida por el alza de los productos farmacéuticos y detergentes, jabones y productos personales. Otros sectores vinculados

**Gráfico 3.15**  
Industria. Utilización de la Capacidad Instalada



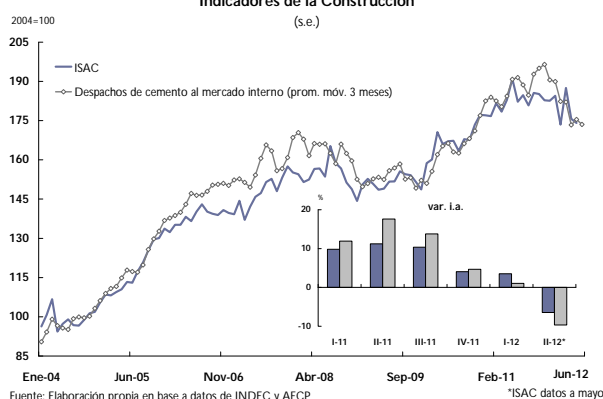
también al mercado interno como tabaco, edición e impresión y papel y cartón crecieron en el período, pero su contribución fue menor dada su baja participación en el valor agregado industrial.

Por su parte, la Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) se ubicó en 74% en los primeros cinco meses de 2012 (ver Gráfico 3.15). De este modo, la UCI experimentó una caída en términos interanuales de 3 p.p. en el período, influenciada en parte por la elevada base de comparación, ya que se situó en niveles máximos históricos en los primeros cinco meses de 2011, y por el incremento de la capacidad productiva asociada a los elevados niveles de inversión. La gran mayoría de los sectores disminuyó la UCI en 2012, a excepción de edición e impresión, papel y cartón y el sector tabacalero.

## Construcción

**Gráfico 3.16**

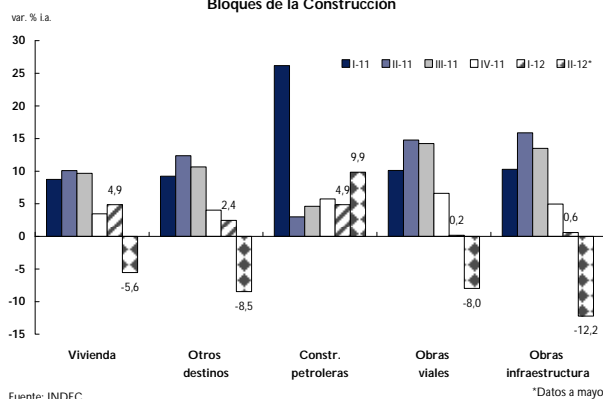
Indicadores de la Construcción  
(s.e.)



En el segundo trimestre de 2012 la construcción exhibió un deterioro en su nivel de actividad. De acuerdo al Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) el sector presentó una baja en torno al 6% i.a., tras crecer 8,7% en 2011 y ser uno de los principales dinamizadores de la economía (ver Gráfico 3.16).

El comportamiento de los bloques que conforman el ISAC fue en su mayoría menos activo en el segundo trimestre. Las obras vinculadas al sector público profundizaron su caída en términos interanuales, mientras que las obras privadas comenzaron a registrar disminuciones, a excepción de las construcciones petroleras. En particular, las obras viales se redujeron 8% i.a. y las de infraestructura cayeron un 12% i.a. Las viviendas exhibieron una baja de 5,6% i.a. y las construcciones con fines comerciales e industriales se redujeron en torno a 8% i.a., mientras que las obras petroleras crecieron aproximadamente 10% i.a. (ver Gráfico 3.17).

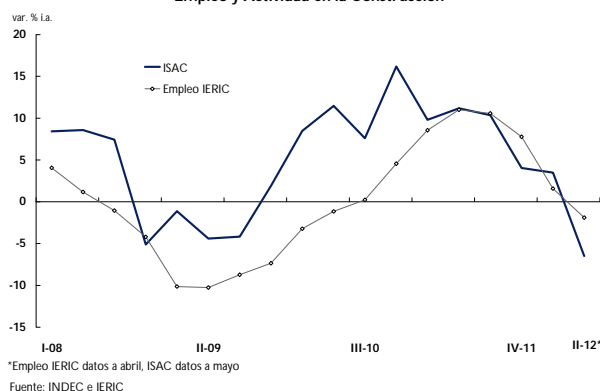
**Gráfico 3.17**  
Bloques de la Construcción



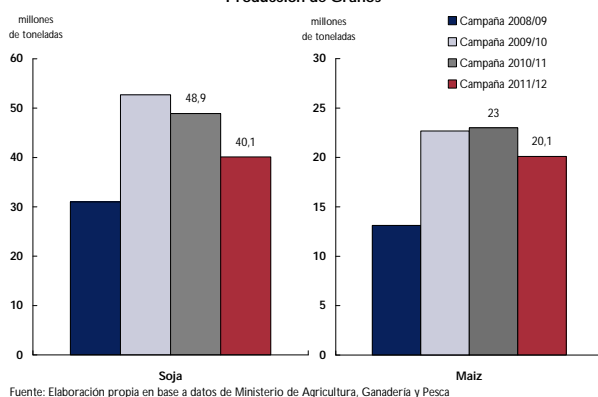
Este menor dinamismo de la construcción tuvo su impacto en el mercado laboral. Si bien la cantidad de trabajadores formales del sector se situó por encima de los 400.000, se redujo en términos interanuales en el segundo trimestre, luego de siete periodos de subas consecutivas (ver Gráfico 3.18).

En tanto, la encuesta cualitativa realizada por el INDEC a los empresarios del sector dio como resultado un escenario de estabilidad tanto para los que ejecutan obras públicas como los que realizan obras privadas. En tanto, los permisos de edificación otorga-

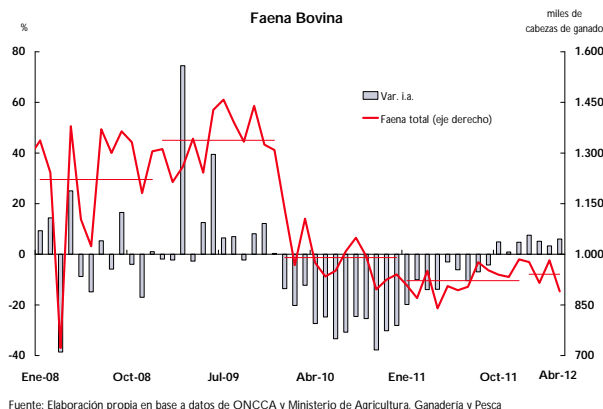
**Gráfico 3.18**  
Empleo y Actividad en la Construcción



**Gráfico 3.19**  
Producción de Granos



**Gráfico 3.20**  
Faena Bovina



dos para la ejecución de obras privadas en una nómina representativa de 42 municipios exhibieron una baja de 2,7% i.a. en el período abril-mayo.

En este contexto, el Gobierno Nacional anunció el Programa de Crédito Argentino (PRO.CRE.AR)<sup>7</sup>, con el objetivo de impulsar al empleo y la producción en la construcción y en las ramas vinculadas al sector. El mismo surge de la constitución de un fondo fiduciario con recursos públicos administrado por el Banco Hipotecario, y consiste en el otorgamiento de 100.000 créditos para la construcción de viviendas, a plazos de entre 20 y 30 años. Con el fin de cumplir con los objetivos, para aquellos interesados que no posean un terreno propio, el Estado Nacional cuenta con diversos terrenos a lo largo del territorio nacional en los que se desarrollarían proyectos urbanísticos. Las tasas de los créditos dependerán de los ingresos del grupo familiar, y de acuerdo a los niveles de los mismos, serán de entre 2% y 14%, con una cuota que no podrá exceder el 40% de los ingresos del hogar.

### Sector Agropecuario

El sector agropecuario exhibió una caída de su actividad en el segundo trimestre de 2012. La reducción en las actividades agrícolas vinculadas a la campaña 2011/12 no alcanzó a ser compensada por el aumento en la producción del sector pecuario.

El desempeño del sector agrícola estuvo vinculado a la caída de la producción de maíz y soja, afectados por el fenómeno climático “La Niña”, con precipitaciones por debajo de lo normal en los meses de diciembre y enero, condiciones que impactaron negativamente sobre los rindes.

De acuerdo con las últimas proyecciones<sup>8</sup>, la cosecha de maíz de la campaña 2011/12 exhibiría una disminución del 13% con respecto a los volúmenes recolectados en el ciclo previo, al ubicarse en 20,1 millones de toneladas (ver Gráfico 3.19). La reducción en la producción estimada fue resultado de una baja en los rindes (-19%), al tiempo que la superficie sembrada con este cereal fue superior a la del ciclo anterior (5 millones de hectáreas; +9,6%). Por su parte, la producción de soja alcanzaría las 40,3 millones de toneladas, disminuyendo un 18% con respecto a la campaña anterior. La superficie sembrada exhibió una caída de 2%, a 18,5 millones de hectáreas, mien-

<sup>7</sup> Decreto 902/2012.

<sup>8</sup> Según el Informe Mensual del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca del 21 de junio de 2012.



Gráfico 3.21

Indicadores del Mercado Ganadero

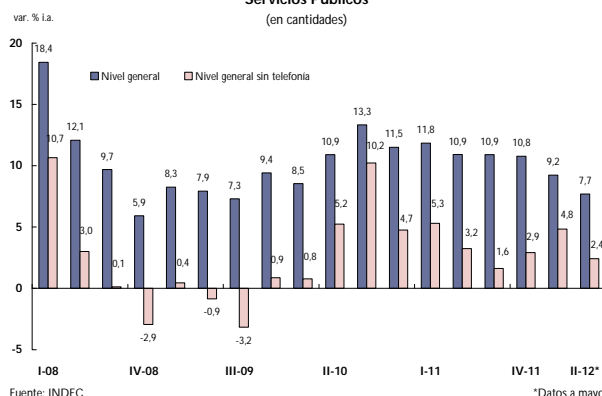


tras que los rindes se redujeron en torno al 15%. Así, con una cosecha de trigo finalizada en 13,2 millones de toneladas (-17%), la producción agrícola de la campaña 2011/12 incluyendo al resto de los cultivos se proyecta en torno a las 89 millones de toneladas, lo que resultaría en una merma del 14% con respecto a la anterior. Para la campaña 2012/13 cabría esperar una mejora de los volúmenes obtenidos en la medida en que no se observen condiciones climáticas desfavorables y dado el incentivo a una mayor siembra que podrían generar los elevados precios internacionales actuales.

Por su parte, el sector pecuario incrementó su actividad en el segundo trimestre de 2012. La faena bovina mantuvo la tendencia positiva del primer trimestre, con una suba en el tonelaje obtenido de los animales ingresados al matadero en torno a 5% i.a. (ver Gráfico 3.20). La participación de las hembras en la faena total continuó siendo reducida, por lo que se puede inferir que prosiguió el proceso de retención de vientres y de recomposición de las existencias en el trimestre. Este escenario habría sido favorecido por el aumento de los precios del ganado en pie (ver Gráfico 3.21).

Dentro del sector pecuario también se observó un incremento de la faena de aves de corral y de la producción de leche, con una suba de esta última en torno a 9% i.a. Las condiciones climáticas favorables permitieron el normal desarrollo de las pasturas y un sostenido aumento de la actividad sectorial.

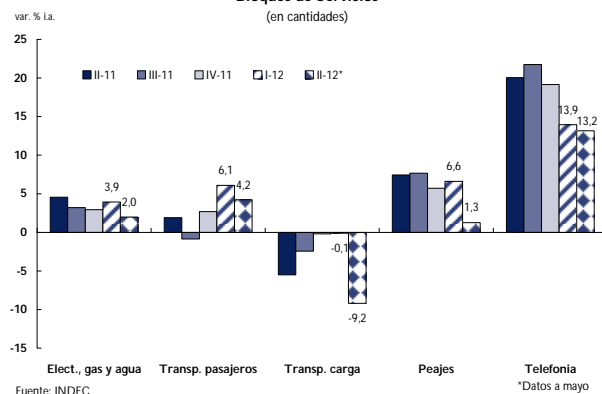
Gráfico 3.22

Servicios Públicos  
(en cantidades)

## Servicios

El consumo de servicios públicos aminoró su expansión en el segundo trimestre de 2012 a 7,7% i.a., pero mantuvo un crecimiento superior al del resto de la economía. El sector sintió con menos fuerza el impacto de la desaceleración global y fue sostenido por la fortaleza del mercado laboral (ver Gráfico 3.22).

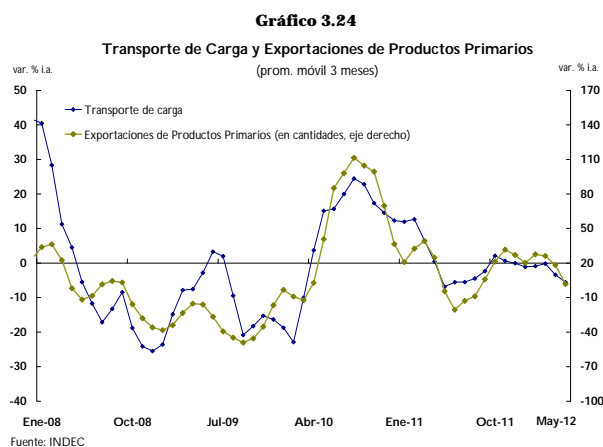
Gráfico 3.23

Bloques de Servicios  
(en cantidades)

La telefonía registró la suba más elevada y permaneció como la dinamizadora del sector, al elevarse en torno a 13% i.a. (ver Gráfico 3.23). Las comunicaciones por celular, tanto las llamadas como el envío de mensajes de texto, se incrementaron significativamente, mientras que la telefonía fija mantuvo su tendencia negativa.

Excluyendo la telefonía, el resto de los servicios en su conjunto se elevó 2,4% i.a. en el segundo trimestre, por debajo de la suba del período previo (4,8% i.a.). El mayor incremento fue el exhibido por el

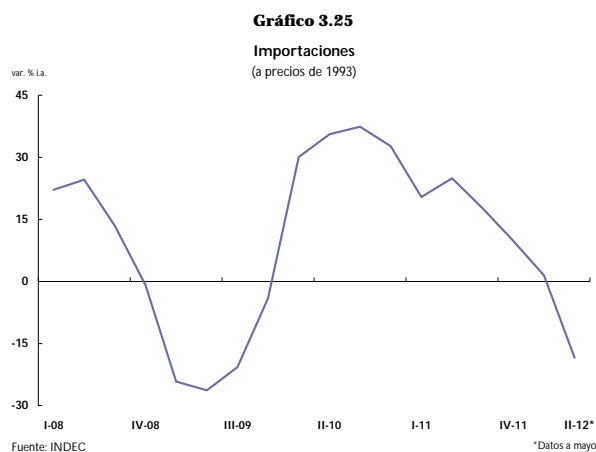




transporte de pasajeros, a partir del aumento en la cantidad de personas transportadas por medios terrestres del Gran Buenos Aires y por el servicio de aeronavegación comercial, tanto de vuelos domésticos como internacionales. El suministro de electricidad, gas y agua le siguió en expansión (2% i.a.), debido principalmente al aumento en la demanda de energía eléctrica y de agua, mientras que el consumo de gas natural se mostró estable. El tránsito de vehículos por rutas con peajes también creció en el período (1,3% i.a.), a partir de la suba en la cantidad de automotores livianos.

En contraste con el resto de los bloques, el transporte de carga mostró una caída en el trimestre cercana al 9% i.a. Este comportamiento podría estar vinculado a la menor actividad en la industria y en el sector agropecuario. En particular, los volúmenes más reducidos de la cosecha están recortando el saldo exportable y disminuyendo los envíos de Productos Primarios al exterior (ver Gráfico 3.24).

Por su parte, las actividades comerciales, la intermediación financiera y el sector de hoteles y restaurantes siguieron creciendo, favorecido este último por el aumento del turismo.



### Importaciones

En el segundo trimestre del año las cantidades importadas exhibieron una reducción en torno al 18% i.a., con una baja difundida a la mayoría de los tipos de bienes (ver Gráfico 3.25).

Las importaciones de Bienes de capital registraron la caída más pronunciada, cercana al 40% i.a., mientras que las compras de Piezas y accesorios se redujeron poco menos de 14% i.a.. Además, en el período abril-mayo, las adquisiciones de Bienes intermedios disminuyeron 10% i.a. y las compras al exterior de Bienes de consumo se contrajeron 14% i.a., por la caída en las importaciones de bienes de consumo durables. Contrariamente, las importaciones de Combustibles y lubricantes experimentaron una suba (en torno a 33% i.a. en el período mencionado).

## Apartado 2 / Impulso al crédito de largo plazo destinado a la inversión productiva

La disponibilidad y el acceso al crédito de mediano y largo plazo destinado a la inversión productiva constituye uno de los principales desafíos que enfrentan las economías en desarrollo.

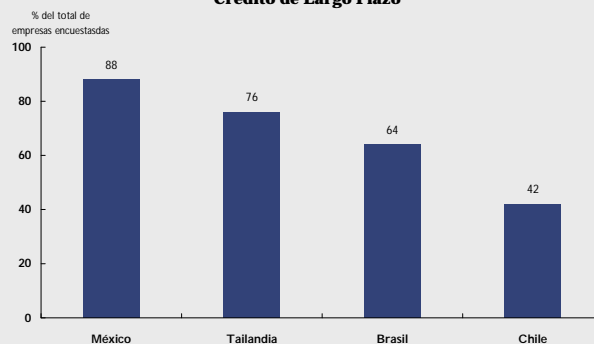
El crédito a la inversión puede generarse tanto a través de la canalización del ahorro depositado en los bancos como mediante los mercados de capitales. No obstante, en las economías en desarrollo se observa que el financiamiento de la actividad productiva depende, principalmente, del sistema bancario, ya sea por la acción de la banca privada como a través de la acción pública (a través de los bancos oficiales minoristas y/o de desarrollo). Esto es así dada la escasa profundidad relativa de los mercados financieros. En los hechos, el acceso al financiamiento del sistema bancario es un factor que influye significativamente en la inversión, especialmente en aquella realizada por el sector de las pequeñas y medianas empresas.

Por su parte, los sistemas bancarios de numerosas economías en desarrollo tienden a conceder preferentemente préstamos a las familias (principalmente destinados para consumo) y al sector productivo a corto plazo, como consecuencia de políticas de administración de riesgos y de los niveles de rentabilidad deseados.

Como resultado, las empresas se ven obligadas a financiar sus proyectos a largo plazo principalmente mediante la utilización de ganancias líquidas no distribuidas. De acuerdo con el Banco Mundial, una cantidad importante de empresas de varios países emergentes con distintos niveles de profundidad financiera, manifestaron que la disponibilidad de crédito a largo plazo era un problema (ver Gráfico 1). A nivel agregado esta dificultad para financiar proyectos productivos de mediano y largo plazo influye sobre la dinámica, cantidad y calidad de la formación de capital, así como sobre su distribución entre los distintos segmentos productivos.

Las restricciones antes mencionadas se acentúan en el caso de las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES). Esto es así principalmente por su menor disponibilidad tanto de historial crediticio —ya que tienden a ser relativamente nuevas— así como de garantías.

**Gráfico 1 | Empresas que Manifiestan Dificultades para Disponer de Crédito de Largo Plazo**



Fuente: World Business Environment Survey (WBES) del Banco Mundial (citado en el Capítulo 9 del trabajo "Financiamiento para el desarrollo - América Latina desde una perspectiva comparada", B. Stallings, CEPAL, 2006)

Las grandes empresas enfrentan generalmente menores limitaciones financieras, ya que pueden utilizar distintas fuentes dependiendo del estado de los mercados locales y mundiales. Cuando el acceso al financiamiento internacional es limitado, redireccionan sus demandas a los mercados internos (tanto sobre los mercados de capitales como hacia los bancos), desplazando en parte a las empresas más pequeñas. Estas últimas, por su parte, no tienen acceso ni al financiamiento internacional ni a los mercados de capitales nacionales. Así, las PyMEs quedan limitadas principalmente al crédito bancario, a las ganancias retenidas —que generalmente no alcanzan los niveles necesarios para solventar cambios significativos en la infraestructura o en la incorporación de tecnología en los procesos—, a los recursos propios de los dueños<sup>9</sup> (patrimonio familiar) y al crédito de los proveedores, que a su vez presenta generalmente un carácter procíclico.

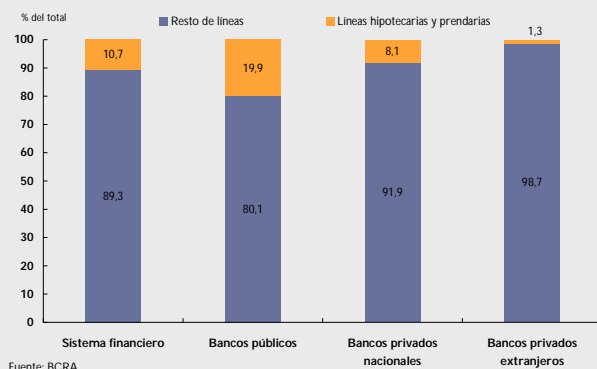
La Argentina comparte este diagnóstico de restricciones al crédito destinado a la inversión. Actualmente se estima que el crédito bancario a largo plazo para financiar la inversión productiva se ubica en valores mínimos, situación que no difiere en gran medida de los bajos registros observados en las últimas décadas. No obstante, cabe reconocer que la situación no es homogénea entre los distintos grupos de entidades financieras, ya que la banca pública ha venido participando de manera relativamente más importante en la generación de este tipo de préstamos. Así, las entidades públicas han tendido a asumir un rol similar al que cumplieron en varias economías de América Latina y de Asia

<sup>9</sup> Considerándose aquí también las ganancias provenientes de la operatoria habitual de las empresas. Esta fuente de recursos también es utilizada por las grandes firmas para la realización de inversiones.

oriental los bancos de desarrollo. Estas últimas entidades han sido en la mayoría de los casos exitosamente organizadas para impulsar el crédito productivo a largo plazo, complementando las políticas gubernamentales de desarrollo productivo.

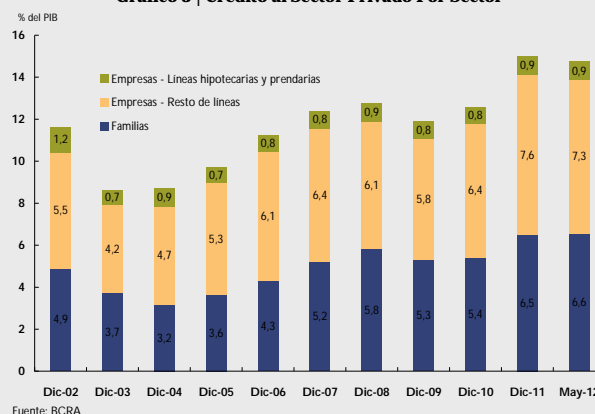
Si bien existen ciertas limitaciones de información para identificar el crédito bancario a largo plazo otorgado en el mercado local con destino a la inversión productiva, es posible contar con algunas estimaciones sobre su importancia relativa. Una primera aproximación indicaría que actualmente<sup>10</sup> para el agregado del sistema financiero argentino menos del 11% del saldo de crédito total canalizado a las empresas es mediante líneas hipotecarias y prendarias, que suelen tener plazos relativamente más largos (ver Gráfico 2). De acuerdo con lo dicho precedentemente, los datos arrojan una participación más relevante de este tipo de líneas en la banca pública. Estas líneas hipotecarias y prendarias destinadas a las empresas son equivalentes a casi 6% del saldo total del financiamiento del sistema financiero al sector privado y a sólo 0,9% del PIB (ver Gráfico 3). Cabe destacar que en los bancos públicos los créditos prendarios e hipotecarios a las empresas totalizaron casi 20% del crédito total a las empresas en mayo de 2012, mientras que sólo alcanzó 8% en los bancos privados nacionales y poco más de 1% en los privados extranjeros.

**Gráfico 2 | Composición del Crédito a las Empresas**  
(May-12)



Por otro lado, desde la perspectiva de los nuevos préstamos que se van operando —y no del *stock* total vigente—, el monto de financiamiento a personas jurídicas generado por los bancos con plazo contractual superior a tres (3) años habría representado sólo 5,5% del total canalizado a empresas<sup>11</sup> a lo largo de 2011 (ver Gráfico 4). Este concepto equivaldría a 0,7% del PIB en ese año.

**Gráfico 3 | Crédito al Sector Privado Por Sector**



Durante las últimas décadas los mercados de capitales también han tenido un protagonismo limitado como fuente de financiamiento a largo plazo para la inversión productiva en la Argentina, siendo principalmente impulsado por colocaciones de obligaciones negociables, acciones y, más recientemente, de fideicomisos financieros vinculados a obras de infraestructura<sup>12</sup>. Cabe destacar que la baja profundidad y alta volatilidad en la disponibilidad de fondeo para la inversión proveniente del mercado de capitales también constituyen restricciones para mantener tasas de crecimiento estables y sustentables para la economía. En este contexto, desde fines de 2008 el Fondo de Garantía de Sustentabilidad administrado por la Administración Nacional de la Seguridad Social (FGS-ANSES) tuvo un rol contracíclico, realizando acciones concretas para disminuir esta volatilidad y contribuir a sostener el caudal de financiamiento a las inversiones. En particular, el monto destinado a proyectos productivos o de infraestructura en cartera del FGS fue creciendo en los últimos años, pasando de casi \$8.000 millones a fines de 2009 —6% de la cartera total— a casi \$30.000 millones en marzo del corriente año —lo que representa el 14% de la cartera total—.

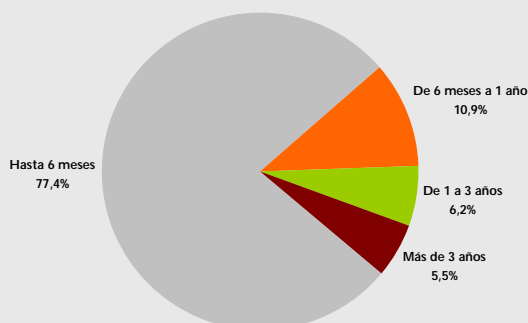
Dado el desempeño descripto, sumado al contexto de altos niveles de liquidez y solvencia de las entidades financieras locales, y en consonancia con la política del Estado Nacional en la materia, el BCRA ha implementado un conjunto de medidas tendientes a desarrollar el financiamiento a mediano y largo plazo de la inversión productiva.

<sup>10</sup> Información a mayo de 2012.

<sup>11</sup> Sin considerar la línea de adelantos en cuenta corriente.

<sup>12</sup> Para un análisis más detallado de este mercado, ver el Boletín de Estabilidad Financiera del Primer Semestre de 2012, Capítulo II.

**Gráfico 4 | Composición del Nuevo Crédito Otorgado por Plazo Contractual**  
(personas jurídicas – acumulado 2011)



Fuente: BCRA

En el mismo sentido, en 2010 se impulsó el Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario con el objetivo de incrementar la oferta de crédito de mayor plazo (dos años y medio de plazo mínimo y costo financiero total máximo de 9,9%) destinado a la inversión, línea que el BCRA provee a los bancos para que los mismos financien la inversión productiva. A través de este Programa ya se adjudicaron \$4.610 millones, monto que representa casi 1,5% del saldo de crédito bancario total al sector privado. Al cierre de junio los bancos participantes acreditaron a las empresas un monto equivalente a \$3.044 millones (casi dos tercios del total adjudicado), siendo aproximadamente 90% del total destinado a la industria (74,9%) y a la producción primaria (12,4%).

En marzo de 2012 se promulgó la nueva Carta Orgánica (CO) del BCRA que amplía el mandato de esta Institución incluyendo como objetivos de política la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social. La nueva CO provee al BCRA de facultades y herramientas concretas para operar sobre el canal del crédito, regular sus condiciones y orientar su destino, al tiempo que amplía su capacidad para establecer políticas diferenciales orientadas a las PyMEs y a las economías regionales.

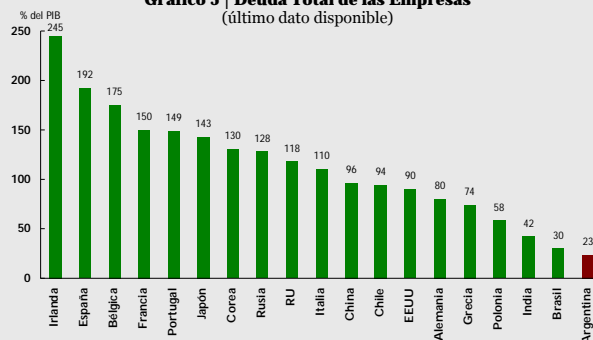
En este contexto, junto con las medidas de estímulo mencionadas, a principios de julio el BCRA dispuso<sup>13</sup> que los bancos deberán establecer una línea de crédito canalizada a la financiación de proyectos de inversión que se materialicen mediante la adquisición de bienes de capital y/o a través de la construcción de instalaciones necesarias para la producción de bienes y/o servicios y la comercialización de bienes. Estos créditos tendrán un plazo promedio igual o superior a 24 meses (ponderando los vencimientos de capital, sin que el plazo total

sea inferior a 36 meses) y con una tasa de interés fija de hasta 15,01% anual.

A fines de 2012 cada entidad financiera deberá haber acordado créditos mediante esta nueva línea por un monto equivalente a 5% de sus depósitos (promedio mensual de saldos diarios de colocaciones del sector privado en pesos de junio de 2012<sup>14</sup>). La mitad de este monto deberá ser otorgado a micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs). Las entidades que deberán ofrecer esta nueva línea destinada a las inversiones productivas son aquellas cuyos depósitos sean al menos equivalentes a 1% del total del sistema financiero, así como aquellas que operan como agentes financieros de las distintas jurisdicciones de gobierno (nacional, provinciales y municipales).

Esta iniciativa se implementa en un contexto de bajos niveles de endeudamiento de las empresas, tanto desde una perspectiva histórica como internacional (ver Gráfico 5). Esta circunstancia se suma al contexto de actividad económica local que, si bien aminoró su crecimiento en el margen, se espera mejore en lo que resta del año. Este escenario general muestra como resultado una favorable posición financiera para el sector corporativo, lo que se refleja de hecho en los reducidos niveles de irregularidad (0,9% de las financiaciones a mayo de 2012) y buenas perspectivas para incrementar su demanda crediticia en los próximos meses.

**Gráfico 5 | Deuda Total de las Empresas**  
(último dato disponible)



Nota 1: Se incluye el endeudamiento local como internacional

Nota 2: Datos de India, Brasil, China y Corea corresponden a 2008; Polonia a 2009; Rusia a 2010 y los restantes países a 2011.

Fuente: FMI (Global Financial Stability Report 2011); McKinsey Global Institute (2008); Reportes de Estabilidad Financiera y BCRA

<sup>13</sup> Comunicación "A" 5319.

<sup>14</sup> Los créditos podrán desembolsarse de manera única sin exceder el 31/12/2012, ó escalonada hasta el 30/06/2013.

## 4 Condiciones socio-económicas

Durante el segundo trimestre del año el mercado de trabajo habría continuado con los avances observados durante el primer trimestre, cuando siguió consolidándose a partir de la creación de nuevos puestos de trabajo y de las mejoras en la calidad del empleo. Como resultado, la Tasa de desempleo y la Tasa de informalidad siguieron descendiendo. De acuerdo con los datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), en el primer trimestre la Tasa de desocupación cayó en términos interanuales (i.a.) por décimo trimestre consecutivo y se ubicó en 7,1% de la Población Económicamente Activa (PEA), disminuyendo 0,3 puntos porcentuales (p.p.).

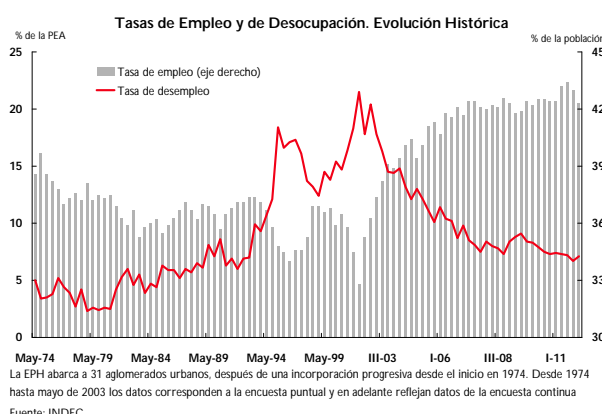
La Tasa de actividad descendió en el primer trimestre de 2012 hasta 47,2% (-0,3 p.p. i.a.), principalmente por una retracción de la participación laboral en el Gran Buenos Aires. En tanto, la Tasa de empleo se ubicó en 42,3%, por encima de la observada un año atrás e impulsada por el desempeño del interior del país, donde la suba del nivel de empleo fue de 1,4% i.a.

Se observaron señales positivas de la calidad del empleo creado durante el primer trimestre. Los nuevos puestos fueron principalmente de tiempo completo, permitiendo un considerable descenso del subempleo. Por otra parte, se verificó una reducción de la Tasa de informalidad de la economía al alcanzar en el primer trimestre al 32,8% de los asalariados, que significó una caída interanual de 1,3 p.p.

En el segundo trimestre, la demanda de nuevas posiciones laborales habría seguido en ascenso, aunque a un ritmo inferior al del trimestre previo, sostenida básicamente por el dinamismo de los servicios. En cuanto a los ingresos, se mantuvo el alza de los salarios, liderada por las remuneraciones del sector privado.

Los empleadores, en tanto, continúan previendo incrementos netos en la dotación de personal durante el tercer trimestre, tal como se advierte en las encuestas de expectativas de empleo. No obstante, en el marco de un mercado laboral consolidado y en línea con la evolución esperada de la actividad económica, se espera que el ritmo de creación de puestos de trabajo aminore su marcha.

**Gráfico 4.1**



**Gráfico 4.2**

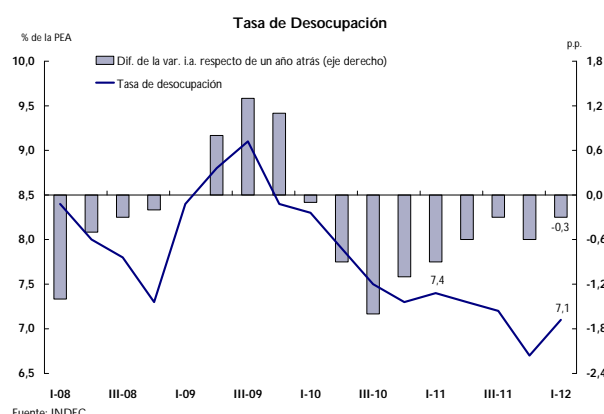


Gráfico 4.3

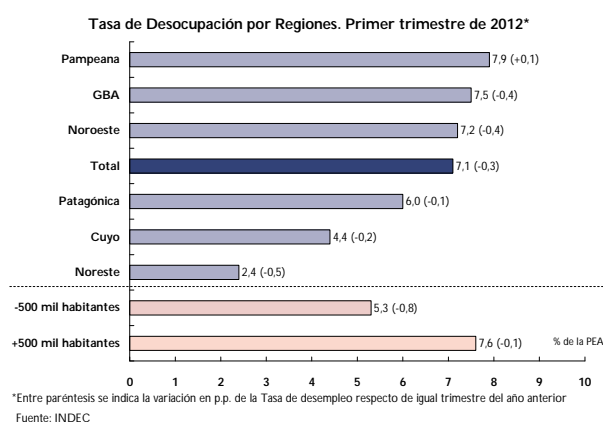


Gráfico 4.4

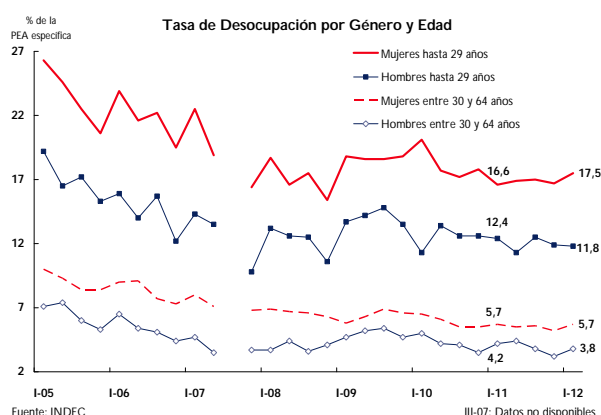
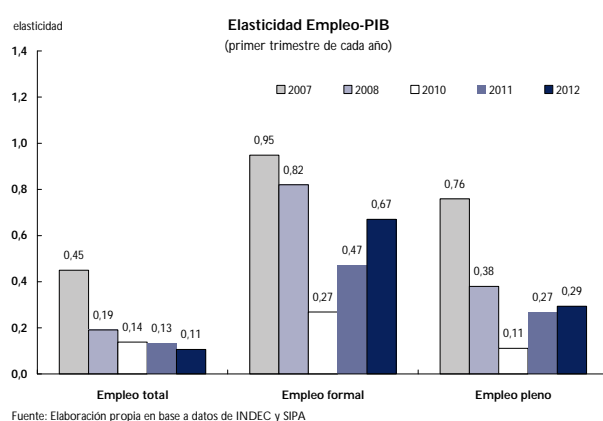


Gráfico 4.5



## 4.1 Principales Indicadores del Mercado Laboral

Los últimos datos disponibles de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) midieron una Tasa de desocupación de 7,1% de la Población Económicamente Activa (PEA) en el primer trimestre de 2012. Ello significó un descenso de 0,3 puntos porcentuales (p.p.) con respecto a la tasa observada un año atrás, con niveles de desempleo que son de los más bajos de los últimos veinte años (ver Gráficos 4.1 y 4.2).

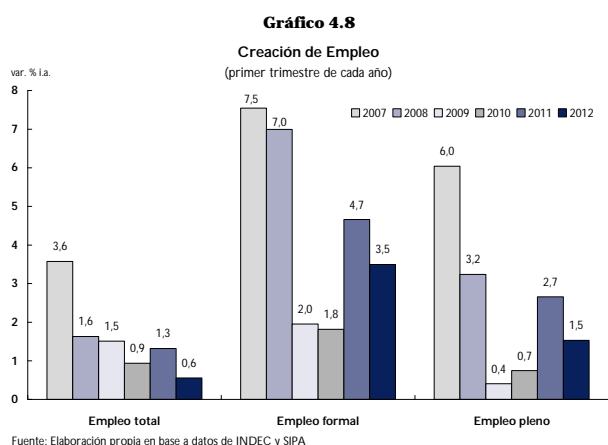
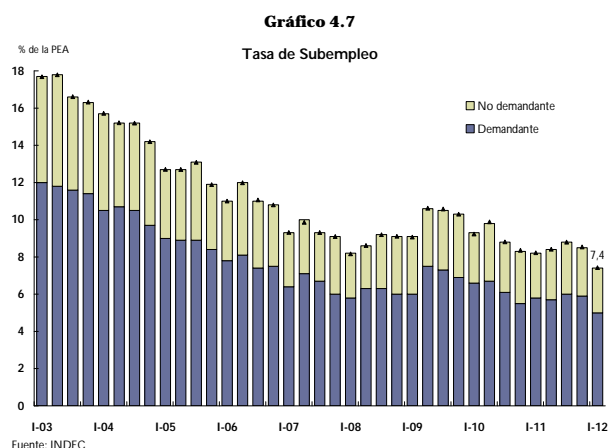
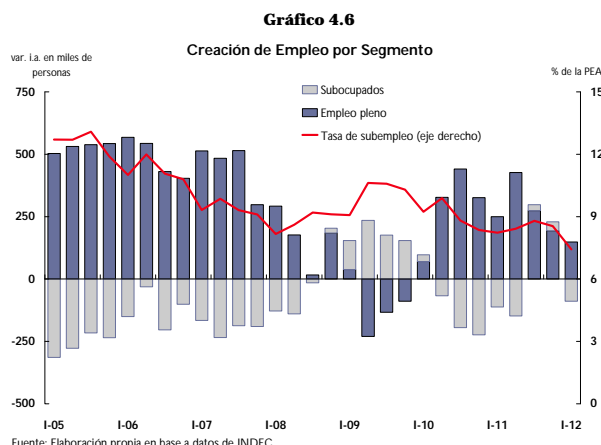
El número de desocupados en los 31 aglomerados urbanos relevados fue en el primer trimestre de 2012 de 820 mil personas, implicando un descenso de 26 mil desempleados respecto de igual período de 2011. El comportamiento de la desocupación respondió a un incremento interanual en los niveles de empleo, en un contexto en el que la participación laboral subió a un ritmo inferior al crecimiento poblacional.

En los Aglomerados del Interior del País (AIP) la Tasa de desempleo se ubicó en 6,7%, marcando una caída interanual (i.a.) de 0,1 p.p., en tanto que en el Gran Buenos Aires (GBA) la desocupación alcanzó 7,5%, reduciéndose así en mayor cuantía (-0,4 p.p.).

La desocupación entre las distintas regiones del interior del país registró mejoras, a excepción de la región Pampeana, donde se verificó un leve incremento (+0,1 p.p. i.a.). El Noreste fue la región que exhibió la mayor caída en la Tasa de desocupación (-0,5 p.p. hasta 2,4%, la Tasa más baja del país; ver Gráfico 4.3). En resumen, en los aglomerados de menos de 500 mil habitantes, que representan cerca de 20% de la población total relevada en la EPH y registran las menores Tasas de desocupación, se evidenciaron mejoras más marcadas (-0,8 p.p. i.a. en promedio). En tanto que en los aglomerados con mayor cantidad de habitantes, se registró una caída interanual de la Tasa de desempleo de 0,1 p.p. en el último año.

Por tramo de edad poblacional, la mayor Tasa de desocupación sigue registrándose entre las personas menores de 30 años (17,5% en mujeres y 11,8% en hombres; ver Gráfico 4.4). La Tasa de desocupación correspondiente a la franja de edad entre 30 y 64 años fue significativamente inferior (5,7% en mujeres y 3,8% en hombres). En relación al primer trimestre de 2011, las Tasas de desempleo entre varones mostraron mejoras (-0,6 p.p. entre los meno-





res de 30 años y -0,4 p.p. en la franja de 30 a 64 años), mientras que la desocupación femenina marcó una suba promedio de 0,2 p.p.

La Tasa de actividad<sup>15</sup> cayó 0,3 p.p. i.a. en el primer trimestre de 2012 hasta 47,2%. Dicho comportamiento se explicó por una retracción en la participación laboral en el GBA (-0,6% i.a.; -38 mil personas) en tanto que en los AIP la Tasa de actividad se mostró en ascenso (+1,4% i.a.; +72 mil personas).

El incremento de la ocupación fue acompañado parcialmente por el crecimiento poblacional en los 31 aglomerados relevados por la EPH, de manera que la Tasa de empleo<sup>16</sup> se ubicó en 42,3%. El nivel de ocupación alcanzó a 10,7 millones de personas, subiendo 0,6% respecto de un año atrás. Este incremento fue impulsado por el interior del país donde la suba alcanzó 1,4% i.a. Ello implicó una elasticidad empleo-PIB de 0,11, levemente inferior al 0,13 verificado un año atrás pero con mayores elasticidades tanto de la ocupación formal como del empleo pleno<sup>17</sup> (ver Gráfico 4.5).

En efecto, se registraron avances en la calidad de los nuevos puestos de trabajo. La creación de empleo de tiempo completo alcanzó a 148 mil puestos en los últimos doce meses que finalizaron en marzo pasado (+1,5% i.a.), marcando una elasticidad empleo pleno-PIB de 0,29. Ello permitió la destrucción de puestos de trabajo de medio tiempo<sup>18</sup> o subempleo, luego de dos trimestres consecutivos en los que la creación de empleos de tiempo completo había sido acompañada por la creación de subempleos (ver Gráfico 4.6).

Así, en los 31 aglomerados relevados entre el primer trimestre de 2012 y el mismo período de 2011, el número de subempleados se redujo en 9,4% (-89 mil personas). En términos de la PEA, los trabajadores de medio tiempo redujeron su participación en el primer trimestre del año a 7,4%, desde 8,2% en igual lapso del año anterior, con una Tasa de subocupación demandante<sup>19</sup> de 5,0%, y de 2,4% para el caso de la no demandante (ver Gráfico 4.7). De esta manera, la Tasa de desocupación abierta (desocupados + subocupados demandantes) profundizó la tendencia descendente, alcanzando 12,1% de la PEA en los primeros tres meses de 2012. Ello signi-

<sup>15</sup> Cociente entre la Población Económicamente Activa (PEA) y la población total.

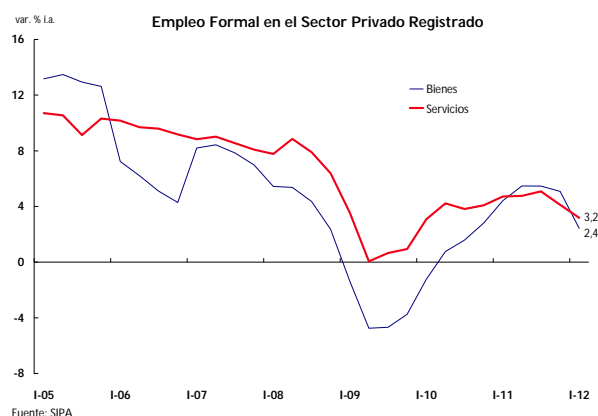
<sup>16</sup> Cociente entre la población ocupada y la población total.

<sup>17</sup> Aquel que comprende a las personas que trabajan al menos 35 horas semanales.

<sup>18</sup> Empleo de menos de 35 horas semanales.

<sup>19</sup> Cociente entre el número de subocupados que busca activamente empleo y la PEA.

Gráfico 4.9



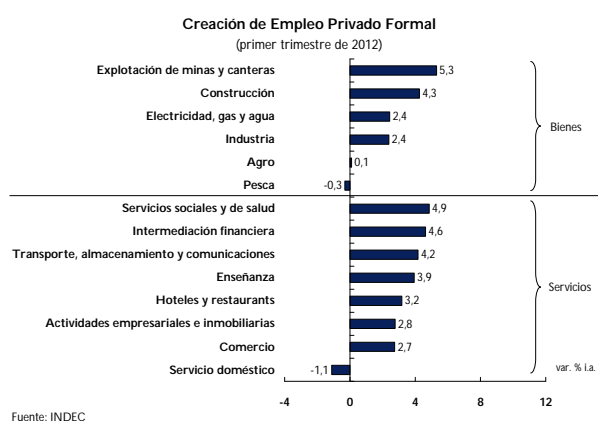
ficó un descenso de 1,1 p.p. frente al primer trimestre de 2011.

Por otra parte, la Tasa de informalidad de la economía se ubicó en 32,8% de los asalariados, tasa inferior a la de igual trimestre del año anterior. La elasticidad empleo formal-PIB se elevó a 0,67, siendo el nivel más alto de los últimos dos años.

Según datos del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), en el primer trimestre el empleo registrado (público y privado) mostró un incremento de 3,5% i.a., inferior al crecimiento promedio que evidenció durante el mismo período del año anterior (4,7%; ver Gráfico 4.8).

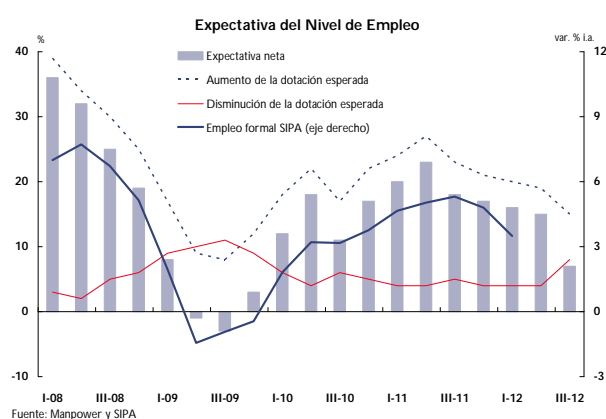
El empleo registrado en el sector privado marcó un ascenso de 2,9% i.a. en el primer trimestre, inferior al 4,6% correspondiente al primer trimestre de 2011. Las ramas productoras de bienes presentaron la mayor moderación en su crecimiento (2,4% i.a.), resultando inferior al ritmo de aumento del sector productor de servicios, que elevó su dotación de ocupados formales en 3,2% i.a. en el mismo período (ver Gráfico 4.9).

Gráfico 4.10



No obstante, en algunas actividades relativas a la producción de bienes (como la explotación de minas y canteras y la construcción) el empleo formal mostró un alza superior a la registrada en los servicios (5,3% y 4,3% i.a., respectivamente; ver Gráfico 4.10). Entre las ramas productoras de servicios, se destacó la contratación de personal en las actividades de servicios sociales y de salud (4,9% i.a.) e intermediación financiera (4,6% i.a.), seguidas por transporte (4,2% i.a.) y enseñanza (3,9% i.a.).

Gráfico 4.11



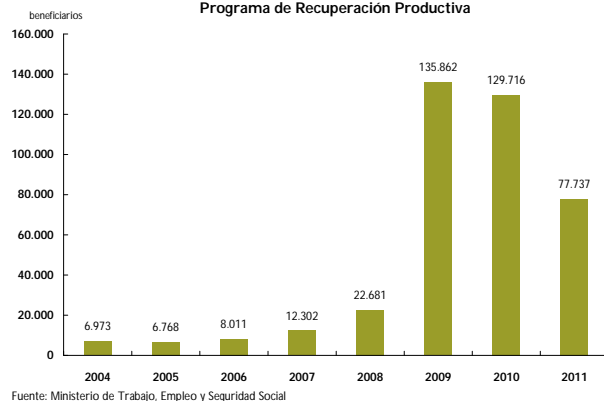
Por su parte, la ocupación en el sector público, fundamentalmente en los municipios, contribuyó a la creación de empleo formal, mostrando un alza de 6,0% i.a. en el primer trimestre.

Sostenida por el crecimiento de los servicios, la demanda de nuevas posiciones laborales se habría mantenido en ascenso durante el segundo trimestre de este año, en tanto que los empleadores pronosticaron nuevos incrementos en la dotación de personal a lo largo del tercer trimestre (ver Gráfico 4.11).

En efecto, de acuerdo a la Encuesta de Expectativas de Empleo elaborada por Manpower<sup>20</sup>, el 76% de los empresarios prevé que su dotación se mantenga

<sup>20</sup> Encuesta realizada a una muestra representativa de 800 empleadores de todo el país a los que se les preguntó si prevén modificaciones en el nivel de empleo de su empresa durante el trimestre que finaliza en septiembre de 2012.

**Gráfico 4.12**  
Programa de Recuperación Productiva



durante el tercer trimestre, mientras que la expectativa neta (porcentaje de encuestados que espera un aumento en las contrataciones menos porcentaje que prevé disminuciones) se ubica en 7% frente al 15% del trimestre anterior.

Más allá de la moderación del ritmo de crecimiento de la actividad económica, se estima que el mercado laboral mantenga las mejoras alcanzadas, incluso en un escenario de recrudescimiento de la crisis financiera internacional, ya que cabría esperar la reactivación por parte del gobierno de los mecanismos anticíclicos de los que dispone para sostener los niveles de empleo. La aplicación de dichos mecanismos, denominados Procedimientos Preventivos de Crisis (PPC)<sup>21</sup> permite que ante una situación en la que esté en riesgo la continuidad laboral de los trabajadores de una compañía privada, el Ministerio de Trabajo y Seguridad Social pueda intervenir para evitar despidos, incluso abonando parte de salarios de los empleados.

En el marco de los PPC, la herramienta más utilizada fue el Programa de Recuperación Productiva (REPRO), cuyo uso se intensificó en 2009 tras la profundización de la crisis internacional. El mismo permitió brindar asistencia durante ese año a unos 136.000 trabajadores de 2.669 establecimientos de todo el país, por un monto total cercano a los \$500 millones (ver Gráfico 4.12).

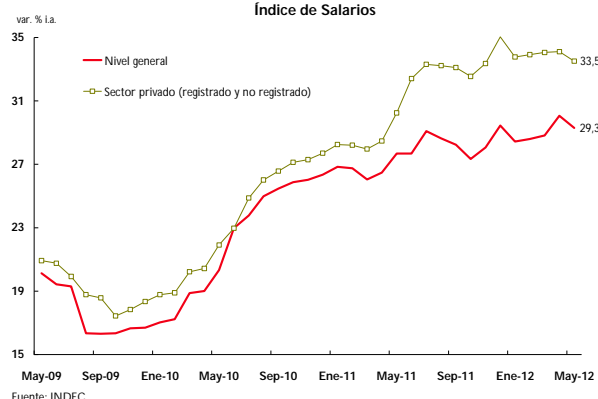
## 4.2 Ingresos

Los ingresos nominales de las familias continuaron mostrando una tendencia creciente en el inicio de 2012, dadas las mejoras observadas en el mercado de trabajo y el impacto de las políticas públicas implementadas.

En el caso de las remuneraciones, el nivel general de Salarios retomó la senda creciente tras la moderación captada hacia fines de 2011, hasta ubicarse en 29,3% en mayo (ver Gráfico 4.13). Los salarios del sector privado avanzaron a mayor ritmo, manteniéndose en un rango de suba interanual de entre 33,5% y 34,1% desde comienzos de año.

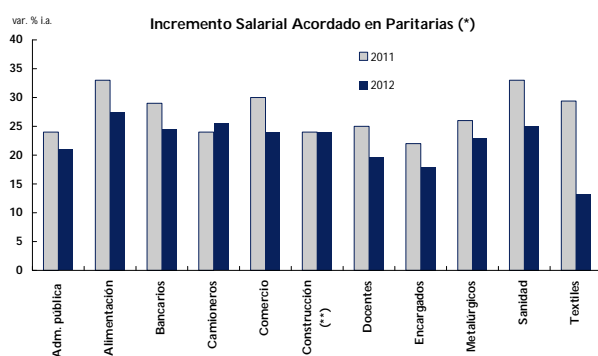
Para el resto del año se espera una moderación en el crecimiento de las remuneraciones dado que las subas salariales resultantes de los convenios colectivos correspondientes a 2012 fueron, en la mayoría de casos, inferiores a las del año previo (ver Gráfico 4.14).

**Gráfico 4.13**  
Índice de Salarios



<sup>21</sup> El PPC está previsto en la Ley de Empleo (23.013)

Gráfico 4.14



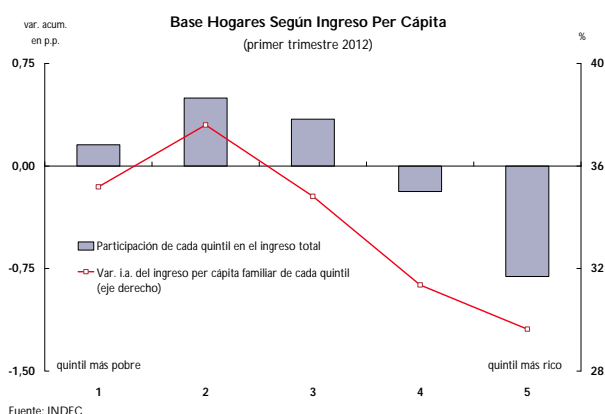
(\*) El incremento acordado en el convenio colectivo puede no coincidir con el nominal efectivo del salario, ya que para calcular este se consideran las sumas no remunerativas mensuales y las modificaciones en los adicionales de convenio.

(\*\*) A diferencia de 2012, en 2011 el acuerdo de la UOCRA fue escalonado y acumulativo (25,8% i.a. a dic-11).

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

Al aumento de los salarios se sumaron las políticas gubernamentales de transferencias a los sectores de menores recursos, reflejándose en avances en materia de distribución del ingreso. Durante el primer trimestre de 2012 continuó aumentando la participación de los quintiles más bajos en el ingreso total, cayendo en contraposición la participación de los más altos. De esta manera, en dicho período los ingresos del quintil más bajo crecieron 35,2%, incrementando su participación en el ingreso total en 0,2 p.p., mientras que los del quintil superior ascendieron a una tasa inferior (29,5%), reduciéndose, en consecuencia, su participación en el ingreso en 0,8 p.p. (ver Gráfico 4.15).

Gráfico 4.15



Fuente: INDEC

En ese sentido, resultaron especialmente relevantes las políticas previsionales y las asignaciones familiares, principalmente la Asignación Universal por Hijo (AUH). La cobertura del sistema previsional alcanza un máximo de 86,7% de las personas en edad de retiro, que se suma a los ajustes aplicados en el marco de la Ley de Movilidad Previsional con una nueva suba a partir de marzo de 2012 de 17,62%.

## 5 Sector Externo

Las exportaciones de bienes aumentaron levemente en lo que va del año respecto de igual período del año previo. Este desempeño estuvo determinado por el menor crecimiento de los volúmenes de comercio mundial, destacándose la disminución de las ventas automotrices con destino a Brasil. Además, en los meses recientes, las exportaciones fueron afectadas por la merma en las ventas de productos primarios y sus manufacturas, dadas las menores cosechas de soja y maíz originadas en las desfavorables condiciones climáticas registradas en la última campaña.

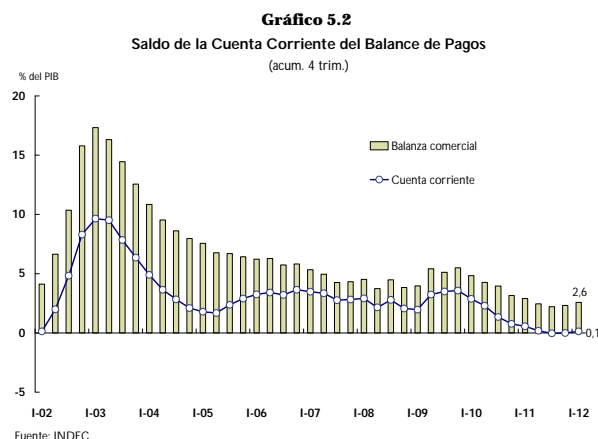
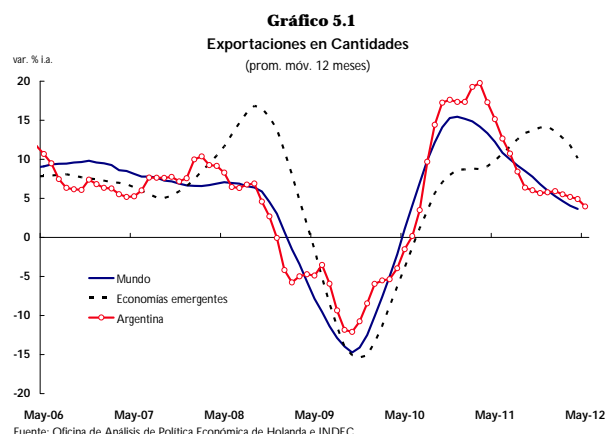
En tanto, las importaciones se redujeron en su comparación interanual, en un marco donde la suba de los precios no alcanzó a compensar la disminución en las cantidades compradas. Este comportamiento fue generalizado a todos los bienes importados a excepción de las compras al exterior de Combustibles, que siguieron creciendo y fueron destinadas a abastecer la demanda interna de energía. Para garantizar el autoabastecimiento de hidrocarburos, el Congreso sancionó la Ley 26741 por la cual se declaró de utilidad pública y sujeto a expropiación el 51% del patrimonio de YPF S.A. y de Repsol YPF Gas S.A.

De acuerdo a la evolución reciente del comercio exterior, se espera que en 2012 el superávit comercial permanezca en niveles históricamente elevados. En este sentido, se prevé que el saldo comercial de mercancías continúe compensando los resultados negativos de Servicios y Rentas, determinando un resultado de Cuenta corriente equilibrado.

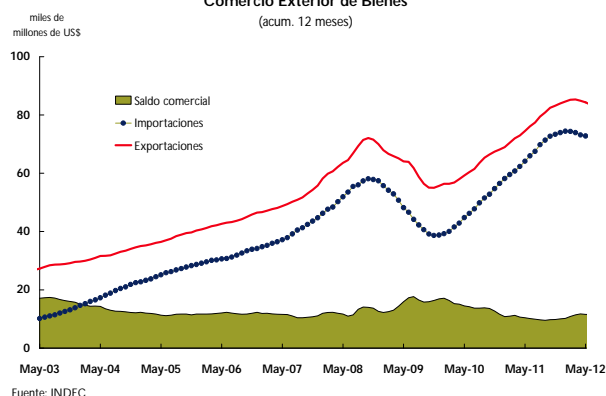
La Cuenta capital y financiera registró un saldo positivo en el primer trimestre del año a partir del superávit de la cuenta del Sector privado no financiero. Para 2012 se espera cierta mejora del resultado respecto de 2011 a partir de la menor formación de activos externos por parte del sector privado.

Dado que el BCRA siguió siendo comprador neto en el mercado cambiario, el *stock* de Reservas internacionales a fin de junio se mantuvo en niveles similares respecto de los saldos del cierre de 2011, a pesar de la aplicación, en igual período, de US\$2.180 millones de reservas para el pago de servicios de deuda pública con acreedores privados.

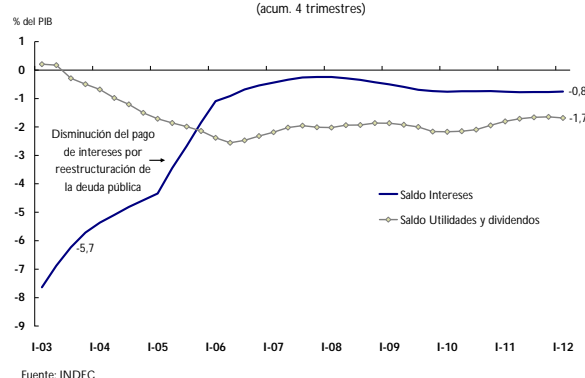
Durante el primer trimestre de 2012 la deuda externa volvió a reducirse en relación al tamaño de la economía, en tanto que los saldos comerciales acumulados y la política de desendeudamiento externo de los últimos años permitieron que la Argentina consolide su carácter de acreedor neto. Así, a fin de 2011 la Posición de inversión internacional ascendió a US\$51.784 millones (11% del PIB).



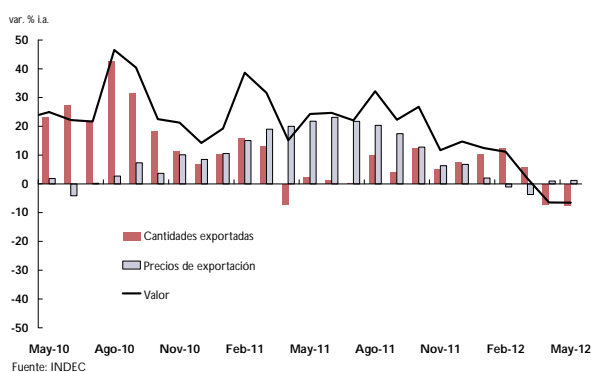
**Gráfico 5.3**  
Comercio Exterior de Bienes  
(acum. 12 meses)



**Gráfico 5.4**  
Rentas de la Inversión  
(acum. 4 trimestres)



**Gráfico 5.5**  
Precios y Cantidades de Exportación



## 5.1 Cuenta Corriente

El superávit comercial permitió que la Cuenta corriente exhibiera una mejora interanual (i.a.) en el primer trimestre de 2012 (ver Gráfico 5.1). Así, a pesar de la desaceleración de los volúmenes de comercio a nivel global, el saldo positivo de los flujos comerciales continuó siendo el principal sostén de la Cuenta corriente (ver Gráficos 5.2 y 5.3).

Respecto de la balanza de Servicios reales, el aumento del déficit obedeció principalmente a los egresos vinculados a la mayor salida en concepto de viajes y a los servicios de transporte. En tanto, los ingresos aumentaron en menor medida durante el período principalmente por los servicios empresariales, profesionales y técnicos.

Las Rentas de la inversión mantuvieron el saldo negativo a partir del sostenimiento de los niveles de egresos netos en concepto de Intereses y de una mayor distribución devengada neta a no residentes de Utilidades y dividendos. No obstante, en términos de tendencia, tanto el pago neto de intereses como los giros netos de Utilidades y dividendos no se modificaron en relación a los registros del año previo (ver Gráfico 5.4).

Las exportaciones de bienes se mantuvieron estables en el primer semestre de 2012 en términos interanuales, registrando una desaceleración en el ritmo de aumento respecto de los años anteriores (ver Gráfico 5.5). Este comportamiento obedeció a la marcada merma en el ritmo de incremento de la demanda externa, producto del recrudescimiento de las condiciones económicas globales, afectando a la Argentina principalmente la disminución de las ventas a Brasil. Además, se sumó en los meses recientes el impacto de los menores saldos exportables de maíz, soja y sus derivados originados en la sequía que tuvo lugar a inicios de año.

Las exportaciones de Combustibles y energía lideraron el alza de las ventas externas totales, con una suba próxima a 8% i.a. en los primeros cinco meses del año. El favorable escenario de precios (aumento en torno a 7% i.a.) fue acompañado por un alza marginal de los volúmenes comercializados. Los despachos de Petróleo impulsaron este aumento al incrementarse por encima de 70% i.a., efecto explicado principalmente por la baja base de comparación interanual, ya que en igual período de 2011 las ventas externas se habían visto afectadas por la re-



**Cuadro 5.1**  
Exportaciones por Rubro

Rubro	Primeros 5 meses 2012					
	millones de US\$		Variación % i.a.			Contribución % a la var. i.a.
	2011	2012	Total	Precios	Cantidades	
Productos Primarios	7.805	8.070	3,4	-7	11	67,1
MOA	11.131	10.965	-1,5	0	-1	-42,0
MOI	10.540	10.633	0,9	2	-1	23,5
MOI sin Material de transporte	6.973	7.089	1,7			29,4
Material de transporte	3.567	3.544	-0,6			-5,8
Combustibles y energía	2.655	2.858	7,6	7	1	51,4
<b>TOTAL</b>	<b>32.131</b>	<b>32.526</b>	<b>1,2</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>100</b>

Fuente: INDEC

ducción de la producción de crudo local debido a conflictos gremiales.

Los Productos Primarios (PP) crecieron 3% i.a. en los primeros cinco meses del año (cerca de 11% i.a. en cantidades, alza parcialmente compensada por una reducción que rondó el 7% i.a. en los precios). La suba fue impulsada principalmente por los mayores embarques de trigo, que registraron un alza superior a 23% i.a.

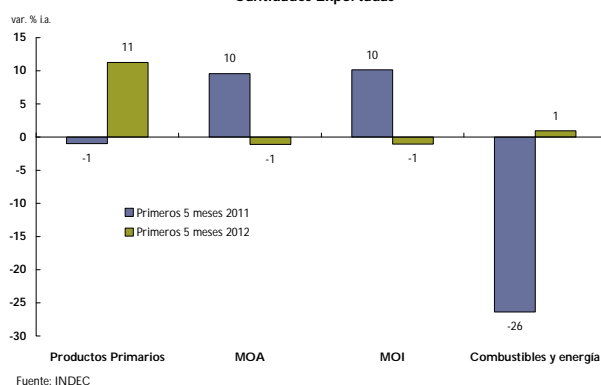
Las exportaciones industriales se mantuvieron relativamente estables en el acumulado interanual a mayo: las ventas de Biodiesel crecieron alrededor de 31% i.a., lo que fue compensado por las menores exportaciones del resto de los rubros industriales. Cabe destacar que los despachos del sector automotor cayeron levemente respecto de igual período de 2011 debido básicamente a los menores envíos a Brasil, destino que concentra cerca del 80% de las exportaciones automotrices totales (ver Cuadro 5.1 y Apartado 3).

Por su parte, las ventas de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) se redujeron en torno a 2% i.a. (-US\$166 millones) en el acumulado al quinto mes de 2012, debido principalmente al comportamiento de las cantidades (ver Gráfico 5.6). Los productos del complejo sojero registraron las mayores caídas, mientras que en sentido opuesto continuó sobresaliendo, aunque con un peso relativo menor, el desempeño de los envíos de productos lácteos (alrededor de 25% i.a. de suba).

Las importaciones de bienes se redujeron en el primer semestre del año, en línea con la moderación en el ritmo de crecimiento de la economía. Las cantidades cayeron 8% i.a., mientras que los precios compensaron parcialmente este comportamiento al subir 5% i.a. entre enero y mayo (ver Gráfico 5.7). Todos los rubros exhibieron disminuciones interanuales, con excepción de los Combustibles y lubricantes.

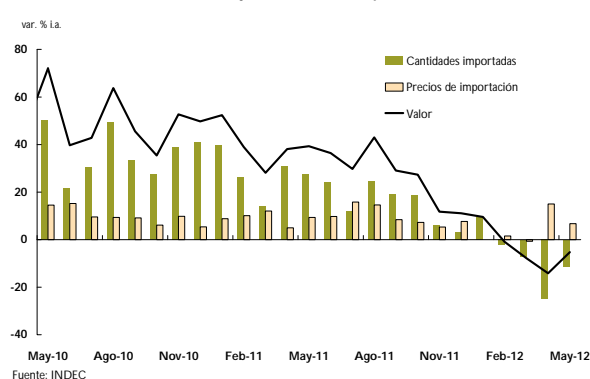
El aumento de las importaciones de Combustibles en los primeros cinco meses fue cercano a 20% i.a. y obedeció al alza conjunta de volúmenes y de precios. Los productos de mayor relevancia dentro de las importaciones de este rubro fueron el gasoil y el gas natural, destinados a abastecer el consumo de la industria, del transporte y de los hogares (ver Gráfico 5.8). En el marco del crecimiento de las compras externas de estos productos que originó un déficit de la balanza comercial energética, el

**Gráfico 5.6**  
Cantidades Exportadas



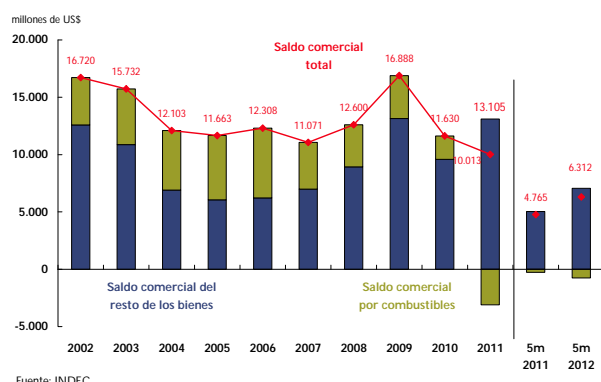
Fuente: INDEC

**Gráfico 5.7**  
Precios y Cantidades de Importación



Fuente: INDEC

**Gráfico 5.8**  
Saldo Comercial de Bienes



Fuente: INDEC

Congreso sancionó la Ley 26741, promulgada el 4 de mayo de 2012, por la cual se declaró de utilidad pública y sujeto a expropiación el 51% del patrimonio de YPF S.A. y de Repsol YPF Gas S.A.

En contraste con las compras al exterior de Combustibles, las importaciones de Bienes de capital cayeron 17% i.a. entre enero y mayo, básicamente por las menores cantidades adquiridas (-24% i.a.), parcialmente compensadas por el aumento de los precios de estos productos (10% i.a.). Por su parte, las Piezas y accesorios para bienes de capital se mantuvieron prácticamente sin cambios (-1% i.a.; ver Cuadro 5.2).

**Cuadro 5.2**  
Importaciones por Uso Económico

Uso económico	Primeros 5 meses 2012					Contribución % a la var. i.a.
	millones de US\$		Variación % i.a.			
	2011	2012	Total	Precios	Cantidades	
Bienes de capital	5.369	4.459	-16,9	10	-24	79,1
<i>Equipo de transporte industrial</i>	1.198	954	-20,4			21,2
<i>Otros bienes de capital</i>	4.171	3.505	-16,0			57,9
Bienes intermedios	8.342	7.856	-5,8	-1	-4	42,2
Combustibles y lubricantes	2.919	3.530	20,9	8	11	-53,1
Piezas y acc. para bienes de capital	5.408	5.351	-1,1	0	-1	5,0
Bienes de consumo	3.050	2.701	-11,4			30,3
				-3	-4	
Vehículos automotores de pasajeros	2.202	2.193	-0,4			0,8
Resto	74	124	66,7	-	-	-4,3
<b>TOTAL</b>	<b>27.365</b>	<b>26.214</b>	<b>-4,2</b>	<b>5</b>	<b>-8</b>	<b>100</b>

Fuente: INDEC

Las compras al exterior de Bienes intermedios y de Bienes de consumo también disminuyeron respecto de los primeros cinco meses de 2011. En ambos casos la reducción obedeció tanto a las menores cantidades adquiridas como a los inferiores precios. Cabe señalar que las importaciones de Vehículos automotores de pasajeros se mantuvieron estables en términos interanuales.

Para el resto de 2012 se prevé cierta mejora de las exportaciones a partir del menor impacto estadístico asociado a la reducción de los saldos exportables agrícolas y de la proyección de crecimiento de los principales socios comerciales de la Argentina para los próximos meses, que suponen una recuperación del ritmo de expansión. En particular, las medidas de estímulo al mercado automotor implementadas recientemente por Brasil podrían impactar positivamente en las ventas al exterior de automóviles y autopartes en el segundo semestre del año. Así, el excedente comercial se mantendría en niveles históricamente elevados y seguiría siendo el sostén de la Cuenta corriente en 2012.

**Cuadro 5.3**  
Balance de Pagos. Cuenta Capital y Financiera  
(millones de US\$)

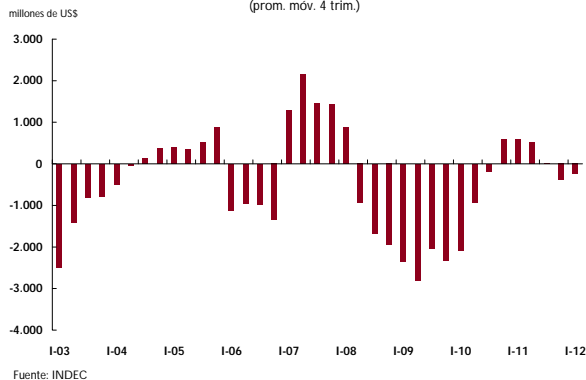
	I-11	II-11	III-11	IV-11	2011	I-12	Var. I-12 / I-11
<b>Cuenta Capital y Financiera</b>	<b>37</b>	<b>128</b>	<b>-724</b>	<b>-997</b>	<b>-1.556</b>	<b>618</b>	<b>581</b>
Cta. capital y fin. (clorreros y omisiones)	-4	-1.493	-2.997	-1.609	-6.103	1.222	1.226
Cta. capital y fin. acum. 4 trim. (% del PIB)	0,6	0,5	0,0	0,2	-0,3	-0,2	-0,9
<b>Cuenta Capital</b>	<b>17</b>	<b>2</b>	<b>49</b>	<b>0</b>	<b>69</b>	<b>8</b>	<b>-9</b>
<b>Cuenta Financiera</b>	<b>20</b>	<b>126</b>	<b>-773</b>	<b>-997</b>	<b>-1.624</b>	<b>610</b>	<b>590</b>
<b>Sector Bancario</b>	<b>35</b>	<b>522</b>	<b>3.436</b>	<b>2.605</b>	<b>6.598</b>	<b>-1.080</b>	<b>-1.115</b>
BCRA	0	0	3.000	2.000	5.000	-1.000	-1.000
Otras entidades financieras	35	522	436	605	1.598	-80	-115
<b>Sector Público no Financiero</b>	<b>-175</b>	<b>422</b>	<b>-521</b>	<b>-1.930</b>	<b>-2.204</b>	<b>484</b>	<b>659</b>
Sector Privado No Financiero	161	-818	-3.688	-1.672	-6.017	1.207	1.046
<b>Errores y Omisiones Netos</b>	<b>-41</b>	<b>-1.621</b>	<b>-2.273</b>	<b>-612</b>	<b>-4.547</b>	<b>604</b>	<b>645</b>
<b>Variación de Reservas Internacionales</b>	<b>-1.159</b>	<b>226</b>	<b>-3.154</b>	<b>-2.021</b>	<b>-6.108</b>	<b>670</b>	<b>1.829</b>

Fuente: INDEC

Por su parte, la balanza de servicios continuaría registrando déficit. No obstante, continuarían destacándose los ingresos por servicios empresariales, profesionales y técnicos, al tiempo que disminuirían los gastos por fletes, en línea con la evolución de las importaciones de mercancías.

Con relación a la cuenta de Rentas de la inversión, se espera que el déficit se mantenga sin grandes cambios, más allá de un leve aumento en el devengamiento de Utilidades y dividendos derivado del crecimiento económico previsto.

**Gráfico 5.9**  
Cuenta Capital y Financiera  
(prom. móv. 4 trim.)

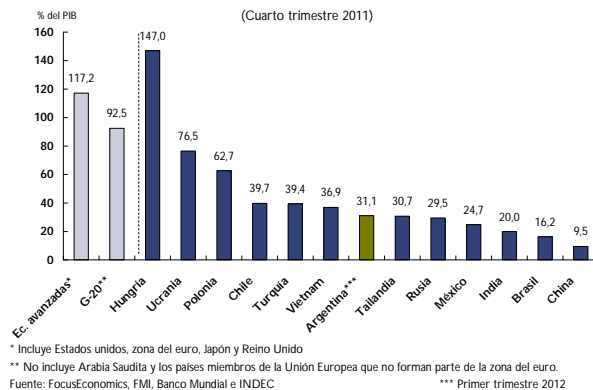


## 5.2 Cuenta Capital y Financiera y Activos y Pasivos Externos

En el primer trimestre del año la Cuenta capital y financiera revirtió los resultados deficitarios que había registrado en la segunda mitad del año pasado e incluso mostró una mejora respecto de igual período de 2011 (ver Cuadro 5.3 y Gráfico 5.9). Dicha cuenta alcanzó un resultado positivo de US\$618 millones, básicamente a partir del superávit de la cuenta del sector privado no financiero, que fue parcialmente compensado por el egreso neto del sector financiero.

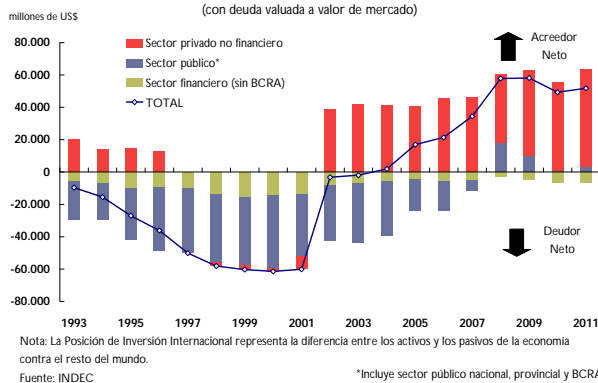
Si bien en el resto del año la incertidumbre en los mercados financieros internacionales continuaría afectando el saldo de la Cuenta capital y financiera, se espera que el resultado mejore en 2012 respecto de 2011 a partir de la menor formación de activos externos por parte del sector privado. Situación que ya se verificó en los primeros tres meses del año, cuando el sector privado no financiero alcanzó un superávit de US\$1.207 millones, mientras que en igual trimestre de 2011 había contabilizado un saldo positivo de sólo US\$161 millones.

**Gráfico 5.10**  
Economías Seleccionadas. Deuda Externa Total  
(Cuarto trimestre 2011)



La Deuda externa total de la Argentina (pública y privada) ascendió a fines de marzo de 2012 a US\$141.803 millones, con un incremento de US\$565 millones (0,4%) respecto al *stock* de fines de 2011. El aumento respondió principalmente a un mayor endeudamiento neto de los gobiernos subnacionales por US\$396 millones y del sector privado no financiero por US\$227 millones durante el trimestre. A pesar del incremento nominal interanual, la deuda se redujo en relación al PIB respecto del primer trimestre de 2011 (desde 34,3% hasta 31,1% en marzo de 2012). De esta forma, la Deuda externa en relación al tamaño de la economía alcanzó el ratio más bajo de los últimos 15 años y se ubicó en un nivel sustancialmente inferior al de los países avanzados y similar al de otras economías emergentes (ver Gráfico 5.10).

**Gráfico 5.11**  
Argentina. Posición de Inversión Internacional  
(con deuda valuada a valor de mercado)



A fin de 2011 la Posición de inversión internacional ascendió a US\$51.784 millones, consolidando el carácter de acreedor neto de la Argentina logrado a partir de los sucesivos superávits de Cuenta corriente y de la política de desendeudamiento externo implementada por nuestro país (ver Gráfico 5.11).

El *stock* de Reservas internacionales se ubicó en US\$46.348 millones a fines de junio de 2012, manteniendo el saldo de fines del año pasado. En térmi-

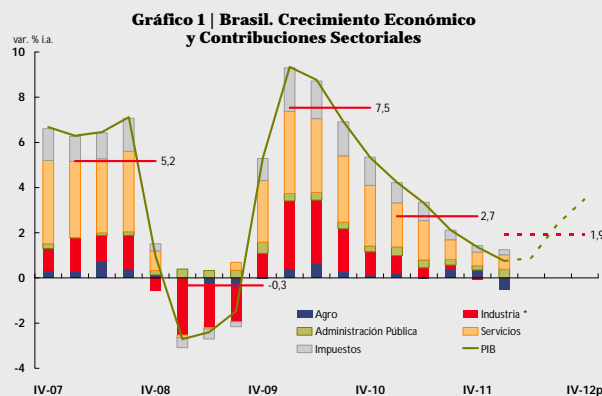
nos interanuales las reservas internacionales cayeron US\$5.300 millones, aún considerando los pagos realizados por servicios de deuda pública con instituciones financieras internacionales y con acreedores privados por US\$7.700 millones. Neto de estas obligaciones, las reservas habrían aumentado US\$2.400 millones en los últimos 12 meses. Así, las Reservas internacionales continúan en valores históricamente elevados y representan aproximadamente 10% del PIB.

## Apartado 3 / Evolución reciente de la economía de Brasil e impacto sobre la actividad económica de la Argentina

El desempeño macroeconómico del mayor socio comercial de la Argentina es uno de los principales factores externos que influyen sobre el nivel de actividad del país. Si bien durante el primer semestre se evidenció una importante desaceleración en el crecimiento brasileño, las expectativas oficiales y privadas sugieren que en la segunda mitad del año la actividad recuperará algo de dinamismo. De esta forma, se esperaría una mejora en el desempeño de los sectores argentinos de la actividad económica fuertemente vinculados —de manera directa o indirecta— con ese mercado.

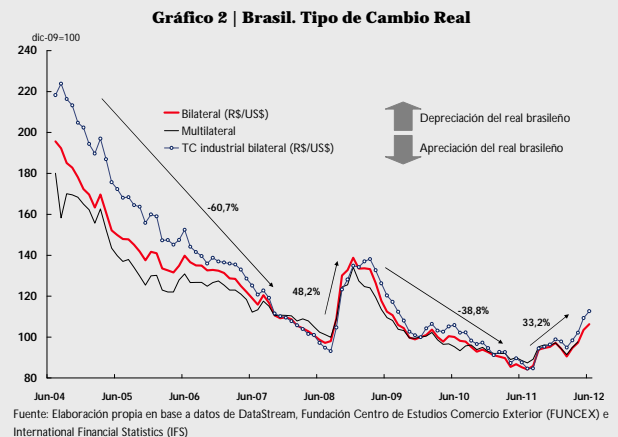
Tras la profundización de la crisis internacional a fines de 2008, la economía de Brasil mostró una fuerte recuperación que se consolidó durante el año 2010. Posteriormente, volvió a exhibir una moderación en su ritmo de expansión, que superó incluso lo previsto por distintos organismos oficiales y el mercado para la primera mitad de 2012. Se originaron así sucesivas revisiones a la baja en las proyecciones de crecimiento para todo el presente año.

En la desaceleración del ritmo de crecimiento se destacó el fuerte deterioro del desempeño industrial —que explica alrededor de un cuarto del valor agregado nacional—. Tras constituir uno de los principales sectores impulsores del crecimiento, la industria comenzó a exhibir contracciones en su nivel de actividad (ver Gráfico 1).

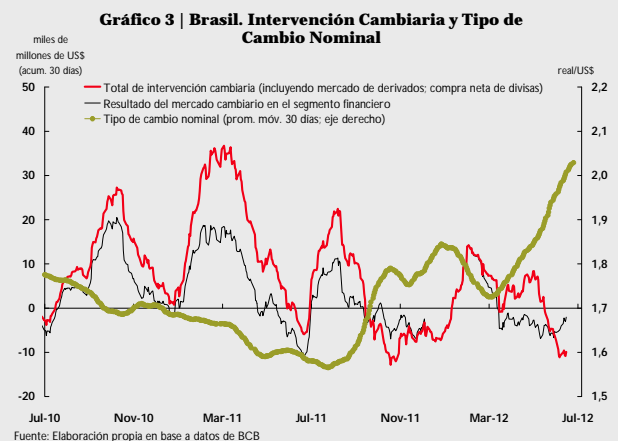


La evolución del sector manufacturero se explica, entre otros factores, por la pérdida de competitividad asociada a la marcada apreciación del tipo de cambio registrada desde marzo de 2009 a agosto de 2011. Cabe destacar que si bien la moneda brasileña registró recientemente una depreciación cercana al 30% interanual (i.a.), el tipo de cambio real

se ubica en torno a los mínimos niveles de la última década (ver Gráfico 2).



La revalorización de la moneda brasileña estuvo influida por masivos ingresos de capitales del exterior, aún cuando existió una significativa intervención cambiaria del Banco Central de Brasil (BCB) y, a partir de 2008, una sucesión de regulaciones tendientes a limitar los flujos de corto plazo<sup>22</sup> (ver Gráfico 3).



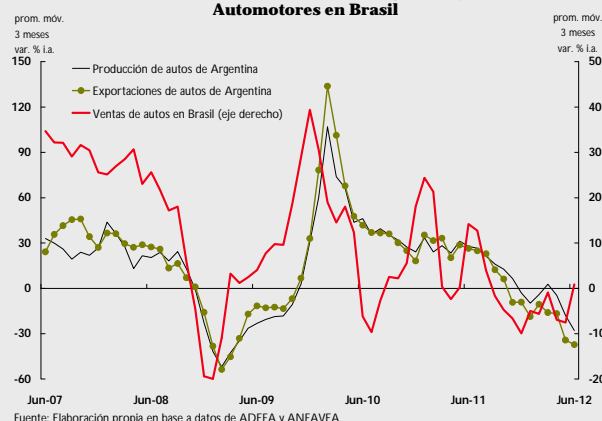
El superávit de la Balanza comercial de Brasil se redujo cerca de 5 puntos porcentuales del Producto desde 2004 hasta alcanzar un 1% del PIB en la actualidad, registrándose un comportamiento similar en el resultado de la Cuenta corriente, que al presente exhibe un déficit equivalente al 2% del PIB.

<sup>22</sup> En marzo de 2008, el gobierno introdujo un impuesto sobre las transacciones financieras especulativas realizadas desde el exterior. A partir de fines de 2010 y durante 2011, se amplió el alcance del tributo y se elevaron las alícuotas en varias oportunidades. Recientemente se verificaron nuevos ajustes sobre las características del tributo, en la medida en que mermaron los ingresos netos de capitales.

El saldo externo deficitario continuó siendo financiado con entradas netas de capital, de las cuales, en promedio, dos terceras partes correspondieron a Inversión extranjera directa.

Frente a este escenario, inicialmente las autoridades económicas brasileñas anunciaron e implementaron diversas medidas contracíclicas. Por el lado monetario, el BCB comenzó en agosto de 2011 a bajar paulatinamente la tasa de interés de referencia del Sistema Especial de Liquidación y Custodia (SELIC) hasta el mínimo actual de 8%<sup>23</sup>. Adicionalmente, se adoptaron medidas cambiarias, de reducción de la carga impositiva, de provisión de asistencia financiera a tasas subsidiadas a sectores estratégicos y otros estímulos específicos<sup>24</sup>. En particular, en mayo de 2012 se anunció un programa de estímulo a la industria automotriz, en respuesta al magro desempeño del sector, que redundó en una acumulación de *stocks* por encima del promedio de los últimos años y sistemáticas contracciones de las exportaciones de la Argentina a ese destino (ver Gráfico 4).

**Gráfico 4 | Evolución del Sector Automotriz Argentino y de las Ventas de Automotores en Brasil**



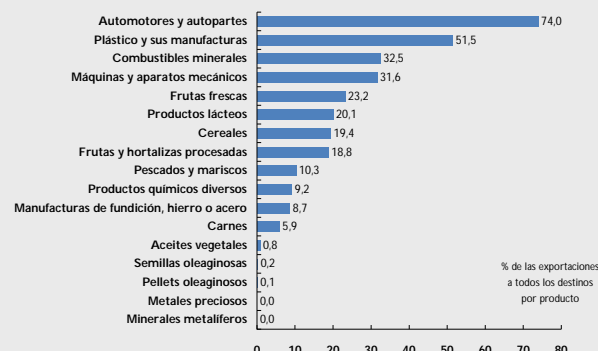
El conjunto de las medidas implementadas —algunas de las cuales ya reflejaron resultados positivos (por ejemplo la caída de los stocks de vehículos en junio)—, sumado a la solidez del mercado laboral y el continuo aumento de la masa salarial (7% anual) permiten estimar que el gasto de las familias seguirá firme. Sobre esta base se proyecta que Brasil recuperará un nivel de crecimiento más

<sup>23</sup> El mercado estima que la tasa SELIC continuará reduciéndose hasta 7,5% en los próximos trimestres.

<sup>24</sup> Entre otras medidas se lanzó una nueva etapa del programa de construcción y financiamiento de viviendas “Minha casa, minha vida”, el Plan “Brasil Maior” (con medidas de estímulo a la producción, innovación, de defensa de la industria y del mercado interno), programas de estímulo fiscal a sectores específicos (construcción, línea blanca, exportadores de manufacturas, de la industria de molinaria y panificación, editoriales, etc.), y recientemente se benefició al sector automotriz y al de productores de bienes de capital con reducciones impositivas, impulso al crédito al consumo y a la inversión.

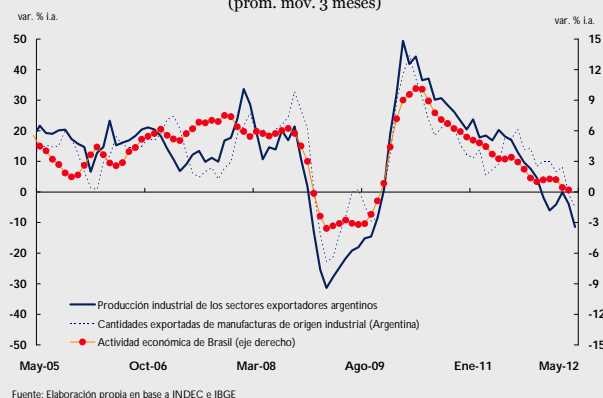
dinámico. Se adicionaría a ello el impulso que seguirán dando las obras de infraestructura relacionadas con la organización del próximo Mundial de Fútbol y los Juegos Olímpicos de 2016.

**Gráfico 5 | Participación de Brasil en las Exportaciones Argentinas (por principales productos)**



La dinámica prevista tendrá efectos positivos sobre la actividad económica de la Argentina a partir de las mayores ventas externas. Según los datos de 2011, el 21% de las exportaciones argentinas se destinaron a Brasil. Si se consideran sólo las exportaciones de autos al país vecino, este porcentaje asciende a 9%, es decir, algo menos de la mitad de las exportaciones a dicho destino y alrededor de un cuarto de las exportaciones de manufacturas de origen industrial totales de la Argentina (ver Gráfico 5). Dado que el consumo de estos productos tiene un alto correlato con el ciclo económico, una recuperación de la actividad en Brasil permitirá una mejora significativa del sector automotriz argentino, con impacto indirecto sobre otras industrias proveedoras de insumos, como la metalmecánica (ver Gráfico 6). De hecho, en lo que va de 2012, estas dos ramas son las que han explicado la disminución de la actividad manufacturera en la Argentina.

**Gráfico 6 | Evolución de la Actividad Económica Brasileña y de la Producción Industrial de los Sectores Exportadores de la Argentina**





En síntesis, el desempeño externo de las ramas exportadoras argentinas mayormente vinculadas al mercado brasileño verificaría en el segundo semestre del año una dinámica comercial más favorable, en la medida en que se concreten las previsiones de recuperación del ritmo de crecimiento en Brasil. Si bien no se espera que se desencadene un escenario internacional altamente desfavorable como en 2008, permanecen latentes los riesgos del incierto escenario global, que podrían condicionar las expectativas señaladas.

## 6 Finanzas Públicas

En el segundo trimestre la Recaudación continuó creciendo. El alza estuvo impulsada por los impuestos ligados a la actividad económica local y al empleo —los recursos de la Seguridad social, el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y el impuesto a las Ganancias— registrando una suba de 22% interanual (i.a.) en el segundo trimestre. Se prevé que la Recaudación tributaria nacional exhiba un ritmo de crecimiento nominal similar en los próximos meses.

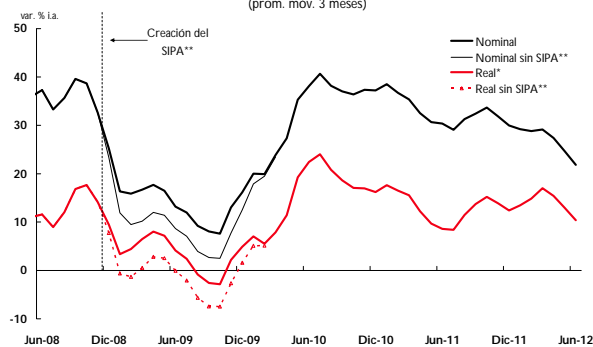
El Gasto primario del SPNF continuó creciendo durante el segundo trimestre del año a tasas cercanas al 29% i.a., por debajo del ritmo de expansión registrado en 2011 (32% i.a.). El incremento fue impulsado principalmente por las Prestaciones previsionales, las Remuneraciones a los empleados públicos y el Gasto de capital. A pesar de observarse una tasa de variación superior en los gastos que en los recursos, el Resultado primario del SPNF se mantuvo en valores cercanos al equilibrio.

El Sector Público siguió afrontando sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes del propio sector público. La continuidad de la política de desendeudamiento permitió que la Deuda pública en manos del sector privado siguiera reduciéndose durante 2011 hasta representar sólo 13,5% del PIB a fin de año —de los cuales 9,6 puntos porcentuales corresponden a deuda en moneda extranjera—.

Los recursos tributarios propios de las provincias mostraron una desaceleración, al crecer en torno al 28% i.a. en el trimestre. También los ingresos de las provincias girados por el gobierno nacional —Coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros recursos de distribución automática— presentaron un menor ritmo de crecimiento (19% i.a. entre abril y junio), dado el comportamiento del IVA y del impuesto a las Ganancias. Durante el trimestre, algunos distritos subnacionales continuaron accediendo al financiamiento en los mercados de crédito.

**Gráfico 6.1**

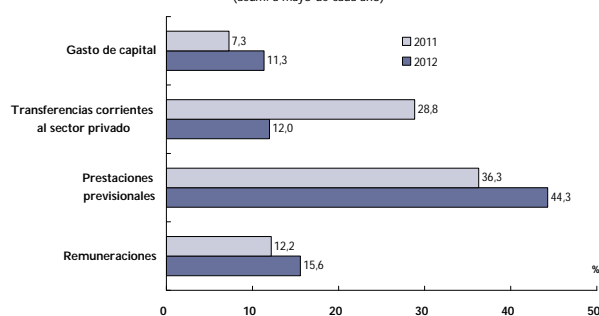
**Recaudación Tributaria Nacional**  
(prom. móv. 3 meses)



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

**Gráfico 6.2**

**Contribución al Aumento del Gasto Primario\* del Sector Público**  
**Nacional no Financiero**  
(acum. a mayo de cada año)



\*Excluye Transferencias automáticas a Provincias.  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda

## 6.1 Ingresos

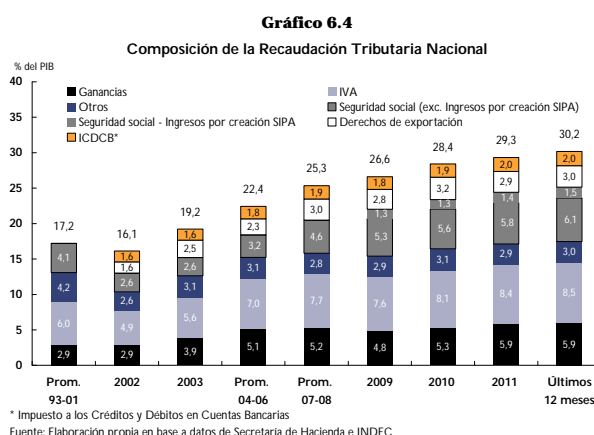
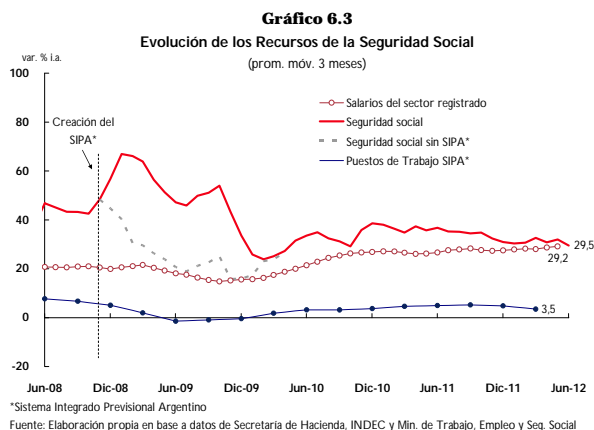
En el segundo trimestre del año la Recaudación tributaria nacional siguió creciendo, registrando un ritmo más moderado que en los meses previos, en línea con la evolución de la actividad económica. La suba estuvo impulsada básicamente por los impuestos ligados al mercado interno: los recursos de la Seguridad social, el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y el impuesto a las Ganancias (ver Gráfico 6.1). Entre abril y junio, los ingresos tributarios crecieron 22% interanual (i.a.) en términos nominales, de modo que la relación Recaudación/PIB alcanzó un nuevo máximo histórico, ubicándose en torno al 30%.

Los recursos de la Seguridad social aumentaron 29% i.a. en el segundo trimestre del año, básicamente por el aumento de las remuneraciones imponibles (ver Gráfico 6.3). De este modo, estos ingresos siguieron ganando participación en términos del PIB (ver Gráfico 6.4).

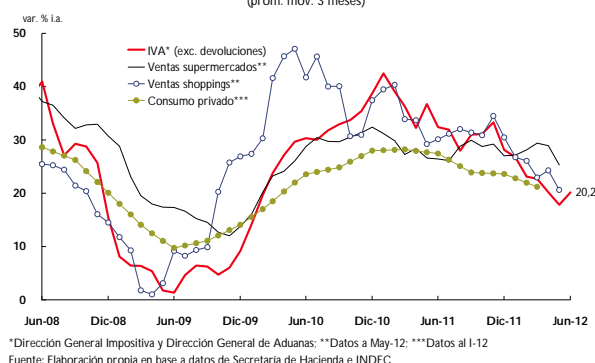
El IVA bruto aumentó 20% i.a. entre abril y junio de 2012, impulsado principalmente por el crecimiento del consumo (ver Gráfico 6.5). Dadas las menores devoluciones a los exportadores, el IVA neto tuvo un alza de 22% i.a. El IVA Dirección General Impositiva (IVA DGI) acumuló un incremento de 38% i.a. Por su parte, el componente del IVA ligado a las Importaciones (IVA DGA —Dirección General de Aduanas—) continuó contrayéndose (-10% i.a.), aunque a un menor ritmo en los últimos meses; este efecto también se observó en el resto de los tributos vinculados a las compras externas (ver Gráfico 6.6).

El crecimiento de los ingresos asociados al impuesto a las Ganancias siguió en aumento aunque amenoró el ritmo de suba en el segundo trimestre del año, con un incremento de 13% i.a. El alza obedeció al aumento del nivel de actividad económica y de las remuneraciones, que se reflejaron en mayores anticipos, retenciones y percepciones de sociedades y en mayores pagos y anticipos de personas físicas.

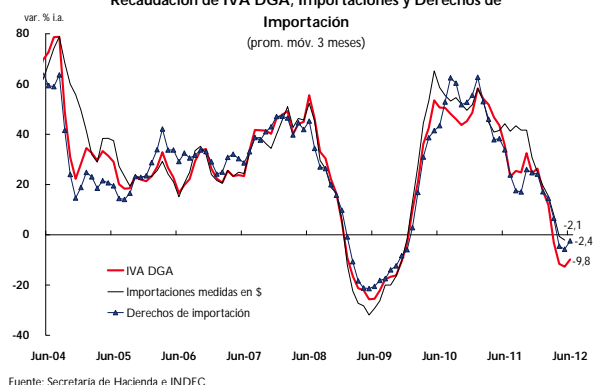
En el quinto mes del año se produjo el vencimiento del plazo de presentación e ingreso del saldo de declaraciones juradas de sociedades con cierre de ejercicios en diciembre (la mayoría) y de las personas físicas que tienen participación en dichas sociedades. El impuesto a las ganancias determinado en 2011 por las sociedades aumentó interanualmente 25%, mientras que el de las personas físicas lo hizo en 33%. Dado que el impuesto determinado



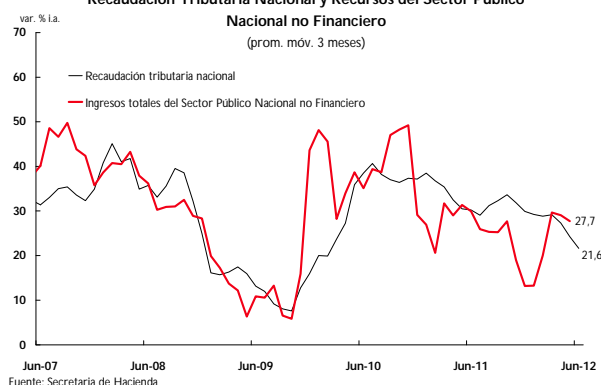
**Gráfico 6.5**  
Recaudación de IVA\* y Consumo Privado a Precios Corrientes  
(prom. móv. 3 meses)



**Gráfico 6.6**  
Recaudación de IVA DGA, Importaciones y Derechos de Importación  
(prom. móv. 3 meses)



**Gráfico 6.7**  
Recaudación Tributaria Nacional y Recursos del Sector Público Nacional no Financiero  
(prom. móv. 3 meses)



para el año previo se utiliza como base de cálculo de los anticipos a realizar durante el siguiente período, se deduce que los anticipos que se realizarán en los próximos meses contribuirán a que la recaudación del tributo retome cierto dinamismo. Por rama de actividad económica se destacaron los incrementos absolutos de las ganancias determinadas por las empresas de la industria manufacturera, la intermediación financiera y otros servicios financieros y del comercio.

Los Derechos de exportación acumularon un crecimiento de 18% i.a. entre abril y junio de 2012, por debajo del crecimiento registrado en los primeros tres meses del año (37% i.a.), cuando se verificó un fuerte incremento en los pagos adelantados de derechos<sup>25</sup> vinculados a las autorizaciones de solicitudes de Registro de Operaciones de Exportación (ROEs) de soja y trigo.

Por su parte, los Derechos de importación se contrajeron 2% i.a. en el trimestre y, al igual que la evolución del IVA DGA, siguieron la trayectoria de las importaciones (ver Capítulo 5).

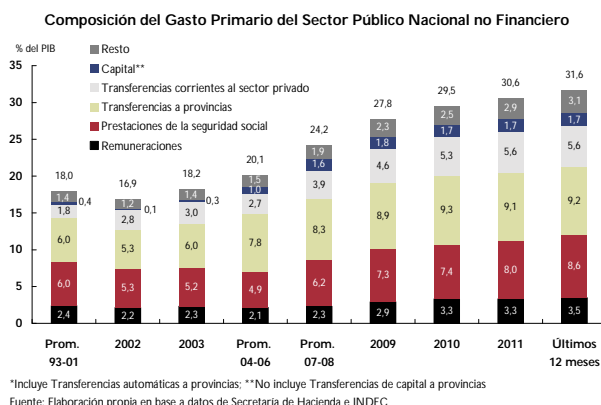
Los ingresos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) acumularon un alza de 20% i.a. entre el cuarto y el sexto mes del año, a partir del incremento del monto de las transacciones gravadas.

La recaudación de los impuestos sobre Combustibles aumentó 29% i.a., principalmente debido a los mayores precios de los combustibles gravados y al incremento de las ventas de naftas. Estos recursos volvieron a crecer a un ritmo elevado, contrastando con el comportamiento registrado en 2011, cuando la suba había sido moderada por la incorporación de biocombustibles —no alcanzados por los impuestos sobre los combustibles<sup>26</sup>— en las naftas, el gasoil y el diesel oil.

Respecto de los ingresos no tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), el BCRA transfirió al Tesoro Nacional (TN) \$4.170 millones en concepto de anticipo de utilidades y contribuciones correspondientes al período 2011. Así, con-

<sup>25</sup> La Resolución Conjunta ex Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario (ONCCA) N° 3714/08 y AFIP N° 2488/08 creó un régimen optativo de “ingreso anticipado” de los Derechos de exportación, autorizando la realización de la venta externa dentro de un período de 180 ó 365 días —de acuerdo al producto involucrado—, siempre y cuando se abonen los derechos dentro de los 5 días posteriores a la aprobación de la declaración por parte de la ex ONCCA (actualmente Unidad de Control y Evaluación de Subsidios al Consumo Interno; UCESCI).

<sup>26</sup> Mediante la Ley N° 26093 se creó el Régimen de Promoción para la Producción y Uso Sustentable de Biocombustibles, que dispuso, a partir de enero de 2010, que las naftas, el gasoil y el diesel oil deben incluir, como mínimo, un 5% de biocombustibles. Posteriormente, en julio de 2010, el porcentaje de mezcla de biodiesel con gasoil se elevó al 7%.

**Gráfico 6.8**

siderando la evolución de la Recaudación y del resto de los ingresos, los recursos totales del SPNF continuaron expandiéndose a una tasa superior al 22% i.a. en el trimestre (ver Gráfico 6.7).

Para los próximos meses del año, se proyecta que los Ingresos del Sector Público Nacional mantengan el ritmo nominal de crecimiento registrado durante el segundo trimestre del año.

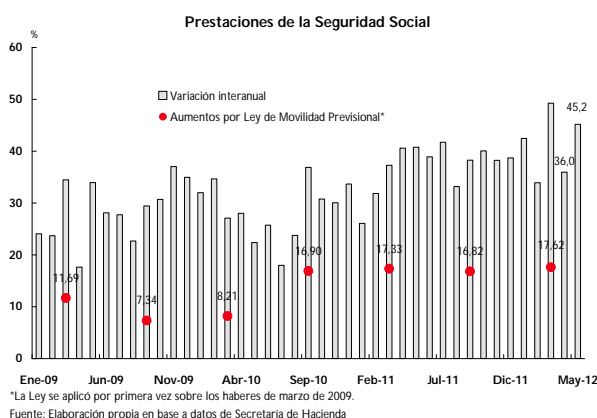
## 6.2 Gasto y Resultados

Durante los meses recientes, el Gasto primario del SPNF siguió expandiéndose a tasas cercanas al 29% i.a., que resultaron inferiores a las registradas en 2011 (32% i.a.). Las Prestaciones previsionales continuaron siendo el rubro de mayor impulso al alza del gasto, seguidas por las Remuneraciones a los empleados públicos, las Transferencias corrientes al sector privado y el Gasto de capital (ver Gráfico 6.2). Cabe destacar que, a diferencia de las tendencias de los últimos años, las Transferencias corrientes al sector privado redujeron significativamente su ritmo de suba en el segundo trimestre.

Las erogaciones primarias (incluyendo la Coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros conceptos de afectación automática a las provincias) habrían continuado creciendo en términos del PIB hasta representar alrededor de 32% del Producto (ver Gráfico 6.8).

El gasto previsional acumuló un alza cercana al 38% i.a., en línea con el aumento del trimestre previo, básicamente explicada por los incrementos de los haberes otorgados en septiembre de 2011 y marzo de 2012<sup>27</sup> de acuerdo a la Ley de Movilidad Previsional y al crecimiento de la cantidad de beneficiarios. Así, el gasto correspondiente a este rubro representó, en el acumulado de los últimos 12 meses, aproximadamente 8,6% del Producto, con un alza de 1,1 puntos porcentuales (p.p.) respecto a un año atrás (ver Gráfico 6.9).

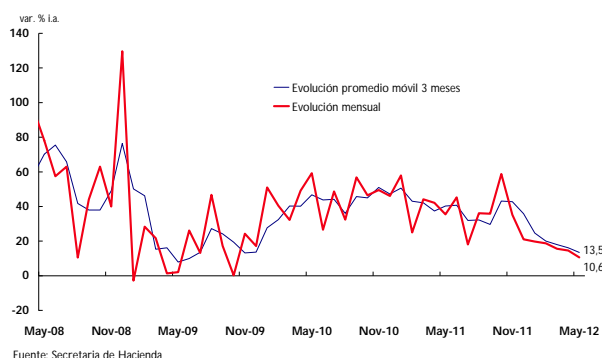
Tal como se mencionara, el crecimiento de las Transferencias corrientes al sector privado se desaceleró sustancialmente en los meses recientes (ver Gráfico 6.10). Los mayores giros estuvieron asociados principalmente a las coberturas asistenciales administradas por el Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSS-JyP; PAMI), a los subsidios al sector energético y al

**Gráfico 6.9**

<sup>27</sup> Según la Ley N° 26417 de Movilidad Previsional se dispusieron subas de 16,82% en septiembre de 2011 y de 17,62% en marzo de 2012.

**Gráfico 6.10**

Transferencias Corrientes al Sector Privado del Sector Público Nacional no Financiero



Fuente: Secretaría de Hacienda

transporte público de pasajeros y a las Asignaciones familiares por hijo, que incluyen la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH)<sup>28</sup>.

Las Remuneraciones del Sector Público subieron cerca de 33% i.a. en el segundo trimestre del año, por el efecto pleno de las subas otorgadas durante 2011<sup>29</sup>. Adicionalmente, se registró un alza interanual del empleo público durante el período<sup>30</sup>.

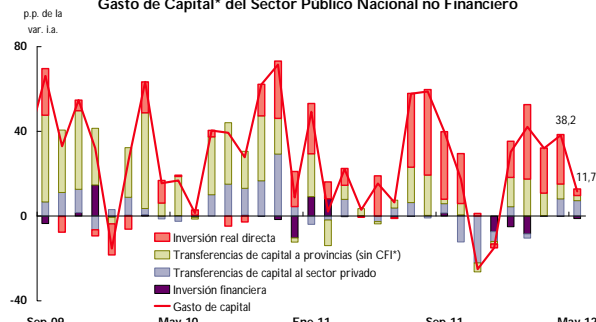
Por su parte, las erogaciones de Capital, tras crecer 17% i.a. en 2011 y expandirse 34% i.a. a inicios de 2012, entre abril y junio se incrementaron en torno a 23% i.a. (ver Gráfico 6.11). Esta desaceleración obedeció principalmente a la evolución de la Inversión real directa y de las Transferencias de capital destinadas a las provincias.

Las remesas de Capital a las provincias estuvieron influenciadas por el desempeño del Fondo federal solidario<sup>31</sup> (que destina a los distritos subnacionales el 30% de los Derechos de exportación de la soja y sus derivados), que en el segundo trimestre de 2012 remitió \$2.557 millones, implicando una expansión de 4% i.a.

De acuerdo con el comportamiento de los ingresos y de los gastos antes descripto, el resultado primario del SPNF se mantuvo cercano al equilibrio en los últimos 12 meses. Tras el pago de intereses el resultado financiero fue deficitario en torno a 2% del PIB.

**Gráfico 6.11**

Gasto de Capital\* del Sector Público Nacional no Financiero



\*No incluye Transferencias por Coparticipación Federal de Impuestos, Leyes Especiales y otros conceptos de distribución extrapresupuestaria automática a distritos subnacionales. Desde Abr-09 contempla la distribución del 30% de los Derechos de exportación de soja y derivados.

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

## 6.3 Financiamiento y Deuda Pública Nacional

El TN siguió afrontando sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes provenientes de organismos del sector público, a partir de Adelantos Transitorios (AT) del BCRA, de la suscripción de instrumentos de deuda por parte del Fondo de Garantía de Sustentabilidad administrado por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS-FGS) y de préstamos del Banco de la Nación Argentina (BNA).

Además, el Directorio del BCRA dispuso la aplicación de US\$4.748 millones de reservas para integrar

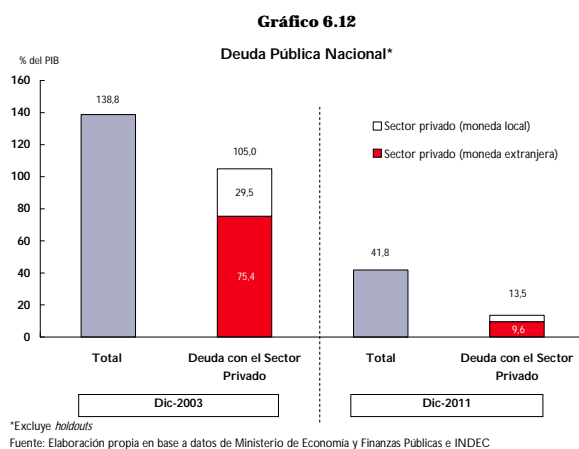
<sup>28</sup> Según el Decreto N° 1482/2011, la asignación por hijo pasó de \$220 a \$270 mensuales en septiembre del año pasado, a la vez que se modificó la escala de remuneraciones y se incrementó el límite salarial para la percepción de asignaciones familiares.

<sup>29</sup> Los incrementos acordados fueron de 10% en junio, 10% en agosto y 4% en diciembre de 2011, con incidencia sobre el gasto en base caja a partir de los meses siguientes.

<sup>30</sup> A marzo de 2012, los puestos de trabajo del SPNF en el promedio móvil del trimestre se incrementaron en torno a 5% i.a., según el INDEC.

<sup>31</sup> Decreto N°206/2009.





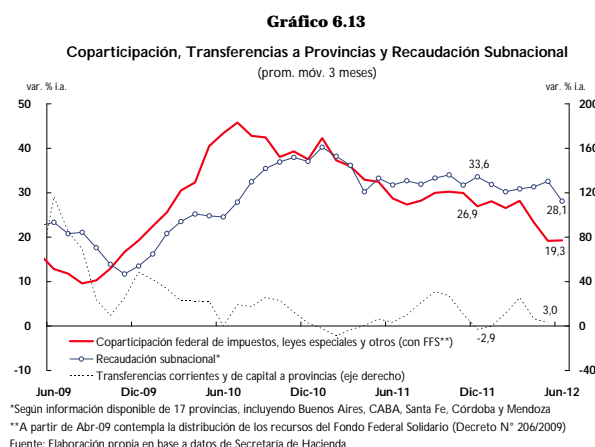
el Fondo de Desendeudamiento Argentino —de los US\$5.674 millones previstos en el Presupuesto Nacional 2012—, destinado al pago de los servicios de la deuda pública en tenencia de acreedores privados. También afectó US\$1.597 millones de reservas —de los US\$2.179 millones asignados por el Decreto 928/2012— para la atención de los servicios de deuda con los organismos financieros internacionales.

De este modo continuó la política de desendeudamiento que permitió que a diciembre de 2011 la Deuda pública en poder de acreedores privados alcance un mínimo de 13,5% del PIB. Se proyecta que el endeudamiento así medido se siga reduciendo durante el año 2012 a partir de las medidas señaladas (ver Gráfico 6.12).

## 6.4 Finanzas Públicas Subnacionales

Los recursos tributarios propios de las provincias exhibieron una moderación en su ritmo de expansión. Mientras que en el último trimestre del año pasado la recaudación crecía al 34% i.a., en los meses recientes el incremento interanual se acercó al 28%.

Los ingresos de origen nacional recibidos por las provincias —Coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros recursos de distribución automática— registraron un comportamiento similar al de los recursos propios de los distritos subnacionales. La desaceleración de estos recursos se explicó mayormente por el desempeño del IVA y del impuesto a las Ganancias (ver Gráfico 6.13).



En tanto, entre abril y mayo, los niveles de las Transferencias corrientes presupuestarias de la Nación a las provincias se contrajeron 7% i.a. en términos nominales, al tiempo que las de capital aumentaron 5% i.a.

Las provincias continuaron accediendo al financiamiento en los mercados de crédito, y en los meses recientes la Provincia de Buenos Aires colocó instrumentos por US\$50 millones, en tanto que Córdoba emitió US\$106 millones. En ambos casos los instrumentos se definieron con un año de plazo, rendimientos anuales entre 9,25% y 9,5% en dólares y tasa fija semestral, previendo que los pagos se efectúen en pesos al tipo de cambio oficial (dólar *linked*).

## 7 Precios

El Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB redujo su crecimiento interanual en el primer trimestre del año reflejando mayormente la trayectoria de los precios de exportación, mientras que el IPI del Consumo aumentó a una tasa similar a la de fines de 2011.

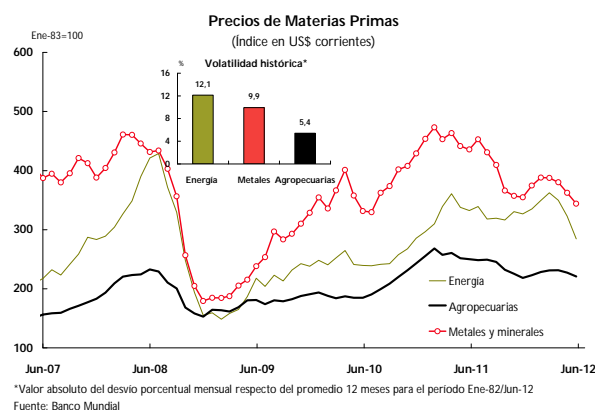
En el segundo trimestre del año, los precios mayoristas elevaron marginalmente su ritmo de suba interanual, impulsados mayormente por la dinámica de los Productos primarios, mientras que las Manufacturas presentaron una trayectoria más estable. En tanto, los Productos importados continuaron con variaciones por debajo del promedio general. Asimismo, los distintos indicadores de precios minoristas disponibles elevaron su tasa de expansión interanual debido al comportamiento de los precios de los alimentos.

Los Costos de la construcción aumentaron principalmente por la evolución de los salarios del sector registrado y, en menor medida, por el aumento de los precios de los materiales y los gastos generales.

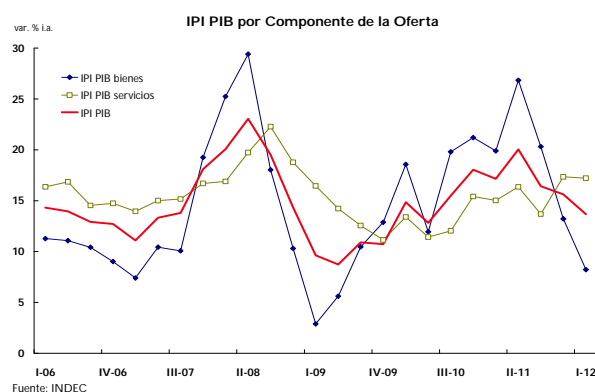
En el segundo trimestre, los salarios nominales mostraron un alza promedio superior a la registrada en los primeros 3 meses del año lo cual explica la leve aceleración en el ritmo de crecimiento interanual. Hacia delante se prevé una moderación dado que en promedio los aumentos salariales acordados en 2012 resultaron inferiores a los del año previo.

Los precios internacionales de las materias primas continuaron mostrando contracciones interanuales en el segundo trimestre del año, afectados principalmente por la incertidumbre global y la desaceleración del crecimiento mundial. Este comportamiento reflejó cierta estabilidad en las cotizaciones de los *commodities* de origen agropecuario junto con una caída de los precios de los metales, minerales y petróleo. Sin embargo, más recientemente las cotizaciones de los productos agrícolas registraron un nuevo impulso positivo explicado por las condiciones climáticas adversas que afectaron a diversas zonas relevantes de producción, principalmente en los Estados Unidos.

**Gráfico 7.1**

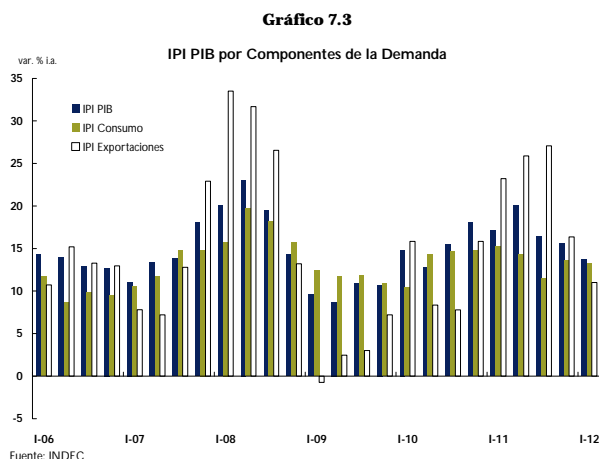


**Gráfico 7.2**



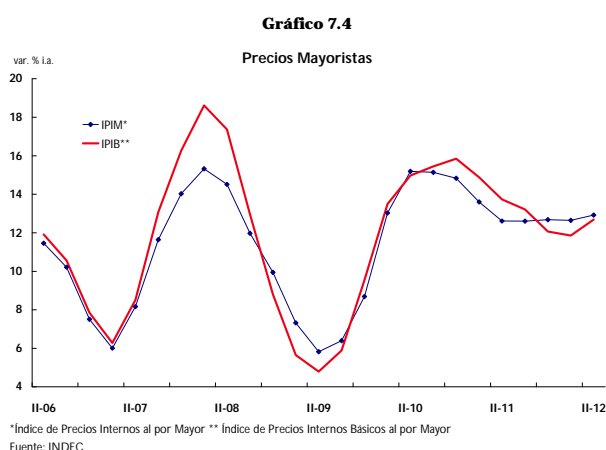
## 7.1 Precios Implícitos del Producto

Durante el primer trimestre de 2012 el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB creció 13,7% interanual (i.a.), 2 puntos porcentuales (p.p.) menos que en el cuarto trimestre de 2011. Por el lado de la demanda, la moderación provino de los precios vinculados a las Exportaciones que evidenciaron una desaceleración hasta alcanzar una tasa de crecimiento de 11,0% i.a. En tanto, los precios implícitos del Consumo de los hogares mantuvieron una trayectoria interanual estable, en torno a 13,2% i.a. Contrariamente, el resto de los componentes de la demanda mostraron un aumento en el ritmo de suba interanual (ver Gráfico 7.3). Por el lado de la oferta, se observaron menores tasas de crecimiento anual en los precios de los Bienes, al tiempo que las de los Servicios presentaron registros interanuales similares a los de fines de 2011. La moderación de los precios implícitos de los Bienes se explicó mayormente por la caída interanual de los precios del sector agropecuario a principios de 2012.



## 7.2 Precios Mayoristas

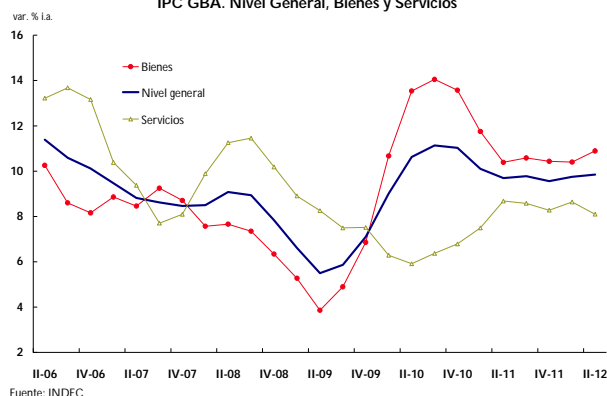
Durante el segundo trimestre de 2012 los precios mayoristas continuaron creciendo en forma similar a la observada en el trimestre previo, elevándose en términos interanuales por el impulso de los Productos primarios, mientras que las Manufacturas presentaron una trayectoria interanual más estable. De todos modos, según el Índice de Precios Internos Básicos (IPIB)<sup>32</sup>, la tasa de crecimiento interanual continuó ubicándose en un nivel inferior a la de un año atrás (ver Gráfico 7.4).



Los Productos primarios incrementaron su ritmo de crecimiento interanual dada la menor base de comparación del segundo trimestre del año pasado, producto de la deflación evidenciada entonces en los productos agropecuarios (ver Gráfico 7.5). En particular, los cereales y oleaginosas siguieron la trayectoria de las cotizaciones internacionales y empezaron a recuperarse desde inicios de año por el efecto del alza de estas últimas. Por su parte, los valores del ganado bovino y leche presentaron una evolución acorde con la ausencia de *shocks* en la oferta interna. En cambio, en los precios de las hortalizas repercutieron las condiciones climáticas adversas, lo cual impulsó el incremento de esas cotizaciones en los mercados mayoristas y minoristas.

<sup>32</sup> El IPIB refleja la evolución de los precios mayoristas (promedio de los precios de los productos de origen nacional e importado ofrecidos en el mercado interno) neta de impuestos y subsidios.

**Gráfico 7.5**  
IPC GBA. Nivel General, Bienes y Servicios



El alza de los Productos manufacturados se mantuvo relativamente estable en términos interanuales. Sin embargo durante el período abril-junio se observaron subas mensuales que superaron el promedio de inicios de año. Este último comportamiento estuvo influenciado por algunos incrementos puntuales. En efecto, Maquinarias y equipos y Automotores verificaron alzas en sus precios superiores a los del resto de los productos industriales. Asimismo, los Productos refinados de petróleo y las Sustancias y productos químicos presentaron la misma dinámica. Por otro lado, los productos del IPIB más relacionados con el consumo de los hogares presentaron comportamientos disímiles. Los Alimentos y bebidas registraron tasas de aumento a nivel mayorista levemente inferiores a las del promedio de las Manufacturas, mientras que las alzas mensuales de los Textiles y Muebles se ubicaron por encima.

Los rubros con mayor incidencia en el aumento interanual fueron nuevamente los Productos refinados de petróleo (14,8% i.a. en junio) y los Alimentos y bebidas (10,2% i.a. en junio), que explicaron conjuntamente aproximadamente el 40% del incremento de las Manufacturas. Si bien los precios de los productos petroleros registraron en promedio una de las mayores tasas de crecimiento, ésta se ubicó en un nivel inferior al de fines de 2011. Las Sustancias y productos químicos y los Vehículos automotores son los otros rubros con mayores contribuciones al alza interanual de las manufacturas (ver Gráfico 7.6).

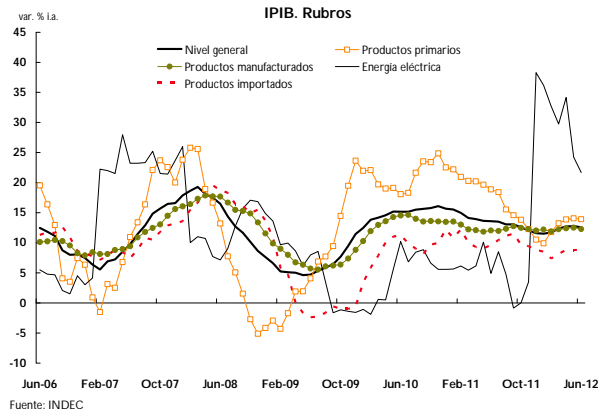
Finalmente, los precios del conjunto de bienes incluidos en el rubro Productos importados mostraron la tendencia opuesta de los primeros meses del año, elevándose ligeramente en términos interanuales.

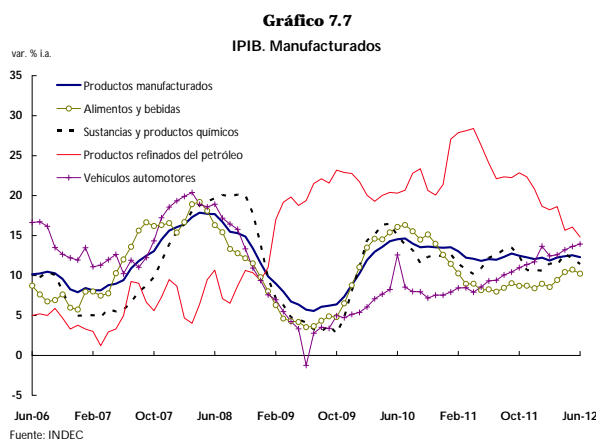
### 7.3 Precios Minoristas

La tasa de variación interanual de los indicadores de precios al consumidor resultó más elevada en el segundo trimestre de 2012 que en los primeros meses del año. Este comportamiento respondió a la evolución de los precios de los bienes en general, mientras que los servicios mantuvieron una trayectoria más acotada (ver Gráfico 7.7).

Los alimentos fueron los que determinaron mayormente el avance de los bienes. De todos modos, se observó una moderación en su ritmo de aumento mensual a partir de mayo respecto de los incrementos que tuvieron lugar hacia fines del primer trimestre y comienzo del segundo.

**Gráfico 7.6**  
IPIB. Rubros

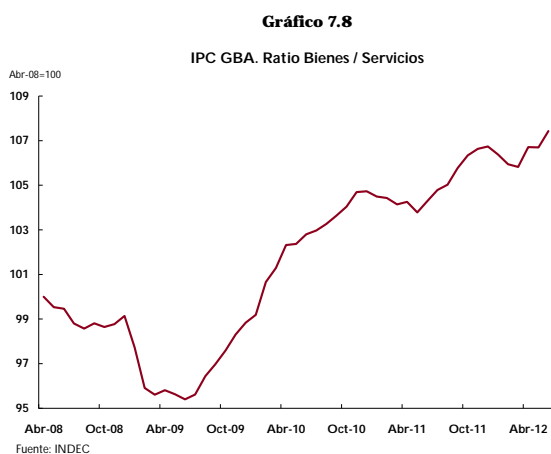




En particular, en el segundo trimestre se registraron subas significativas en los precios de algunas verduras frescas dados los problemas climáticos que afectaron a algunos cultivos, que se espera se reviertan en los próximos meses. Asimismo, en el trimestre se destacaron las alzas de precios en los productos lácteos, en las infusiones y en sectores de servicios como Alimentos consumidos fuera del hogar, a los que se sumaron incrementos en los precios de las carnes, los cuales tuvieron lugar en el tercer y cuarto mes del año.

Por su parte, los componentes no alimentarios presentaron una trayectoria interanual más estable, manteniendo las tasas de crecimiento prácticamente en los mismos niveles del primer trimestre. Este comportamiento se reflejó tanto en el GBA como en las provincias. En el período impactaron los incrementos autorizados a las empresas de medicina pre-paga y el efecto residual de las subas en los combustibles para el automotor que tuvieron lugar hacia fines de marzo. Asimismo, a partir de junio volvieron a entrar en vigencia los descuentos de invierno en las facturas de gas y electricidad para aquellos usuarios que no perdieron los subsidios, con el objetivo de atenuar el impacto en el gasto de los hogares en los meses de mayor consumo de estos servicios.

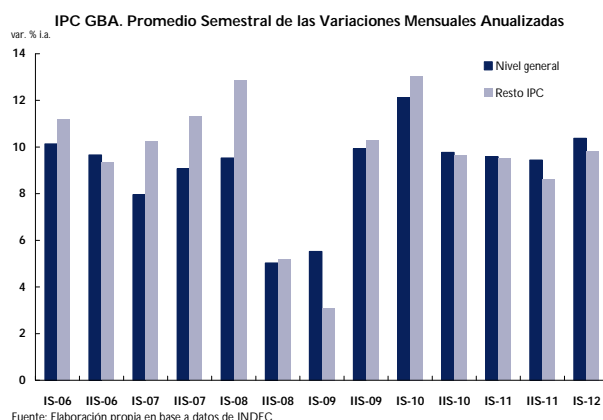
Analizando la evolución de los precios al consumidor entre Bienes y Servicios se observó que en el segundo trimestre de 2012 los bienes tuvieron un comportamiento más dinámico que los Servicios, dándose la situación inversa que en el período previo (ver Gráfico 7.8).



Durante el segundo trimestre la mayoría de los servicios mantuvieron una trayectoria relativamente estable, ya que muchos aumentos se concentraron en el primer trimestre, como fue el caso del transporte público, por la actualización del pasaje de subte, los incrementos de carácter estacional de los servicios turísticos en los meses estivales, las subas en los servicios de televisión por cable y satelital y los ajustes de precios de los servicios educativos, debido a que los incrementos de las cuotas de los colegios privados ocurrieron principalmente en marzo.

De todos modos, durante el segundo trimestre el rubro Esparcimiento registró un mayor dinamismo que el año previo respondiendo principalmente a los precios del turismo, cuya demanda creció por la mayor cantidad de feriados respecto de igual período del año anterior, a lo que se sumaron nuevas subas en los precios de gimnasios, clubes, cines y otros servicios

Gráfico 7.9



de entretenimiento. Asimismo, el rubro Educación reflejó alzas en mayo respondiendo a los aumentos escalonados en las cuotas de los colegios y también se verificaron actualizaciones en las primas de los seguros automotores y en los estacionamientos.

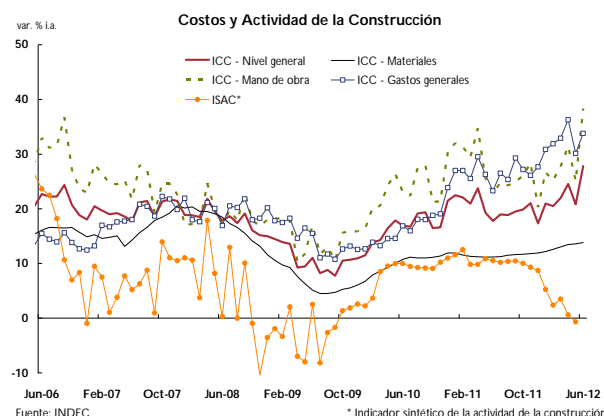
Por último, en el primer semestre de 2012 el alza en el IPC Resto<sup>33</sup>, que puede considerarse una aproximación a la inflación subyacente, se ubicó en términos anualizados por encima de lo observado durante el mismo período del año pasado (ver Gráfico 7.9).

## 7.4 Costos de la Construcción

Los Costos de la construcción aumentaron el ritmo de suba interanual en relación al trimestre previo. Entre abril y junio de 2012, el Índice del Costo de la Construcción (ICC) difundido por el INDEC registró un aumento de 7,4% en relación al período anterior, y de 24,4% con respecto a un año atrás. El mayor incremento interanual se debió principalmente a los Costos de la Mano de obra (ver Gráfico 7.10).

Todos los componentes del ICC elevaron su crecimiento en términos interanuales en el segundo trimestre de 2012. Mientras los Costos de la mano de obra y los Gastos generales continuaron mostrando tasas de crecimiento por encima del Nivel general, los Materiales siguieron exhibiendo alzas considerablemente inferiores.

Gráfico 7.10

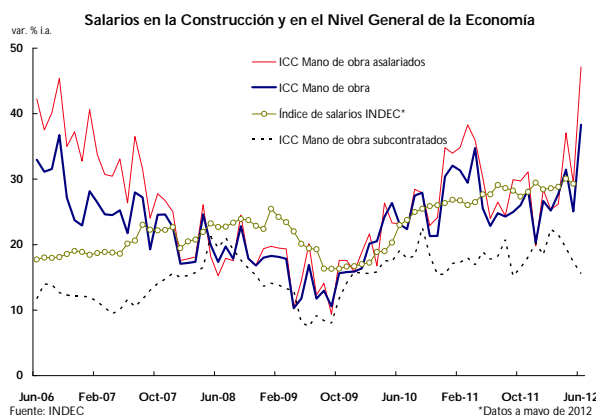


La trayectoria de los Costos de la mano de obra estuvo determinada por el incremento acordado en la negociación colectiva de la Unión Obrera de la Construcción de la República Argentina (UO-CRA)<sup>34</sup>. La suba acordada fue de 24% sobre los salarios conformados al 31 de marzo de 2012, abonándose en un solo tramo a partir del 1° de junio. Si bien el incremento total resulta 1,8 p.p. por debajo de la suba acumulada durante 2011, este año se acordó el pago en un solo tramo, mientras que en los años previos las subas habían sido escalonadas. Sin embargo, en 2011 el primer tramo de incremento, que representaba el mayor porcentaje, regía desde abril, mientras que este año se efectiviza 2 meses más tarde. A su vez se acordó el pago de 2 sumas no remunerativas imputables a abril y mayo, mientras que en 2011 se había pactado el pago de 4 sumas de las mismas características. En tanto los costos de la mano de obra subcontratada presenta-

<sup>33</sup> El IPC Resto es un agrupamiento del IPC GBA que excluye los bienes y servicios estacionales y los regulados, por lo tanto, este componente puede considerarse como *proxi* de la inflación subyacente, al reflejar aquellas variaciones de precios que no responden a decisiones gubernamentales, ni a aumentos en precios volátiles, ni a incrementos de precios de una vez.

<sup>34</sup> El incremento acordado involucra a las categorías comprendidas en el Convenio Colectivo de Trabajo N° 76/75.



**Gráfico 7.11**

ron una significativa desaceleración en su tasa de crecimiento i.a., en un contexto de menor dinamismo de la actividad del sector (ver Capítulo 3 y Gráficos 7.10 y 7.11)

Los Gastos generales (33,4% i.a. en el segundo trimestre), que reflejan los precios de los distintos servicios de la actividad de la construcción, presentaron tasas de crecimiento interanual superiores a las del trimestre previo, con subas entre el 2,4% i.a. (alquiler de retroexcavadora) y el 63,7% i.a. (alquiler de camioneta).

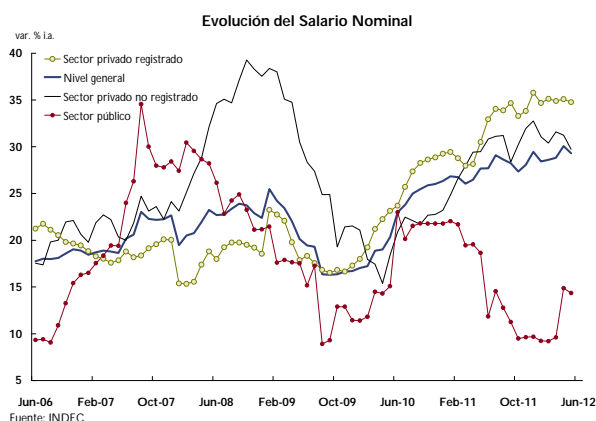
Finalmente, los precios de los Materiales (13,6% i.a. en el segundo trimestre), a pesar de seguir mostrando una tendencia ascendente, continúan rezagados respecto de las subas anuales que acumularon los costos de la Mano de obra y los servicios incluidos en el capítulo de Gastos generales.

## 7.5 Salarios

La solidez del mercado de trabajo siguió impactando favorablemente en los salarios nominales que continuaron mostrando una tendencia ascendente en el segundo trimestre. Entre mayo y marzo el salario nominal promedio de la economía, según el Índice de Salarios del INDEC<sup>35</sup>, se incrementó 5,2%, por encima del aumento acumulado en el primer trimestre (3,9%). De esta forma en el período abril-mayo los salarios elevaron ligeramente su tasa de crecimiento interanual respecto de inicios de año, hasta 29,7% i.a. (ver Gráfico 7.12).

A su vez, en los primeros cinco meses del año, el nivel general de salarios acumuló una suba de 9,4%, similar a la observada en igual lapso de 2011 pero con un alza 4,4 p.p. superior en las remuneraciones del sector público (ver Gráfico 7.13).

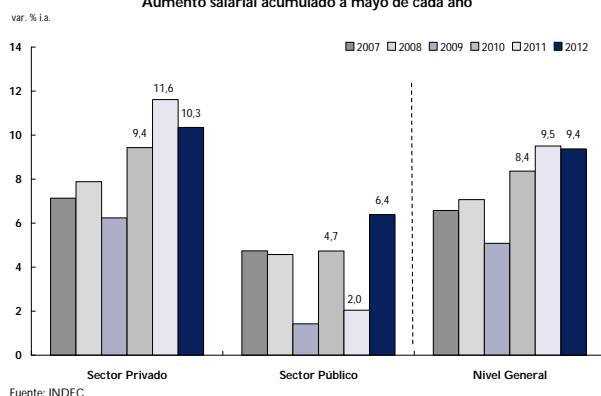
El mayor incremento salarial aún se verifica en el sector privado registrado (34,8% i.a. a mayo), a medida que se van plasmando los aumentos acordados en los convenios colectivos. En este aspecto, el alza promedio estipulada en los convenios de 2012 se situó por debajo de los acuerdos alcanzados el año previo. En general, al igual que en 2011, los incrementos pactados para este año mantuvieron el criterio de actualizaciones escalonadas (ver Capítulo 4).

**Gráfico 7.12**

<sup>35</sup> Cabe señalar que conjuntamente con la difusión de los datos correspondientes a mayo el INDEC publicó el cambio de base de este indicador, que pasó de ser el cuarto trimestre de 2001 a abril de 2012. Se actualizaron las ponderaciones a nivel sector, rama y actividad en base a información de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) y del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) correspondientes al año 2010, en todos los casos las ponderaciones se refieren a masas salariales y reflejan una mayor participación del sector privado registrado y menor peso de los sectores privado no registrado y público respecto de las anteriores.

Gráfico 7.13

Aumento salarial acumulado a mayo de cada año



Las remuneraciones del sector público avanzaron en términos interanuales, aunque continuaban ubicándose por debajo de las subas del sector privado.

Finalmente, luego de liderar el alza mensual de los salarios en el primer trimestre, los ingresos del sector informal exhibieron una suba nominal de menor cuantía en el período abril-mayo, lo que impulsó una ligera desaceleración interanual en el segundo trimestre de 2012.

## 7.6 Precios de las Materias Primas<sup>36</sup>

Luego de las subas de comienzos de año, los precios de las materias primas se venían reduciendo en los últimos meses, afectados principalmente por la incertidumbre global y la desaceleración del crecimiento mundial, a lo que se sumó la apreciación generalizada del dólar en el segundo trimestre (3,7% respecto a la canasta de monedas de sus principales socios comerciales). Las materias primas agropecuarias acumularon en el segundo trimestre del año una caída de sólo 0,5%, reflejando la menor volatilidad de los productos agrícolas, mientras que los metales y minerales disminuyeron 5,6%, y la energía 8,6%.

Sin embargo, recientemente las cotizaciones de los productos agrícolas registraron un nuevo impulso, asociado básicamente a factores climáticos (calor y sequía en las zonas productoras de los Estados Unidos y algunos países de Europa del este). Para el maíz, se contrapusieron la presión alcista originada en los reducidos niveles de *stocks* y el impulso bajista de las perspectivas de una producción norteamericana mayor que las campañas pasadas a pesar de las desfavorables condiciones climáticas. En el caso de la soja, a la baja cosecha sudamericana del ciclo 2011/12 y la consecuente caída en los niveles de *stocks* se sumó la menor área sembrada en los Estados Unidos, factores que actuarían como sostén de sus cotizaciones. Por su parte, la oferta global del trigo alcanzaría un récord en el ciclo 2011/12, mientras que para la campaña 2012/13 se espera una caída de la producción y de los inventarios (ver Gráfico 7.14 y Cuadro 7.1).

Cuadro 7.1

Estimación de Oferta y Demanda Mundial de Granos

		Campaña 2011/12 (mill. de toneladas)	Campaña 2012/13 (mill. de toneladas) MAYO	Campaña 2012/13 (mill. de toneladas) JULIO	Variación Mayo-Julio (%)
Soja	Oferta total*	306,0	324,7	319,7	-1,5
	Demanda total	253,4	265,1	263,2	-0,8
	Stocks finales	52,5	58,1	55,6	-4,3
Trigo	Oferta total*	891,9	874,6	862,5	-1,4
	Demanda total	694,7	686,5	680,1	-0,9
	Stocks finales	197,2	188,1	182,4	-3,0
Maíz	Oferta total*	998,0	1.073,3	1.034,6	-3,6
	Demanda total	868,6	921,0	900,5	-2,2
	Stocks finales	129,4	152,3	134,1	-12,0
Arroz	Oferta total*	562,6	570,6	569,3	-0,2
	Demanda total	458,4	465,7	466,8	0,2
	Stocks finales	104,2	104,9	102,5	-2,3

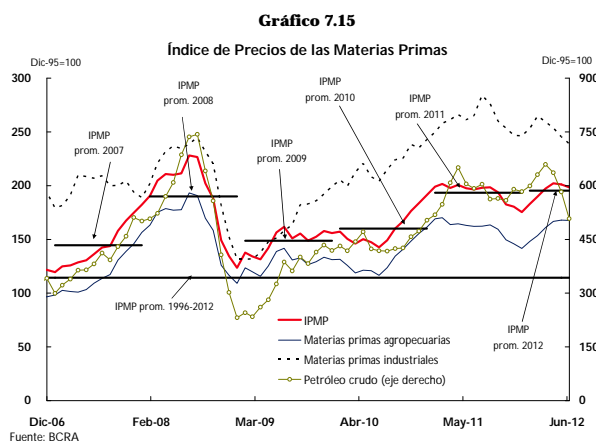
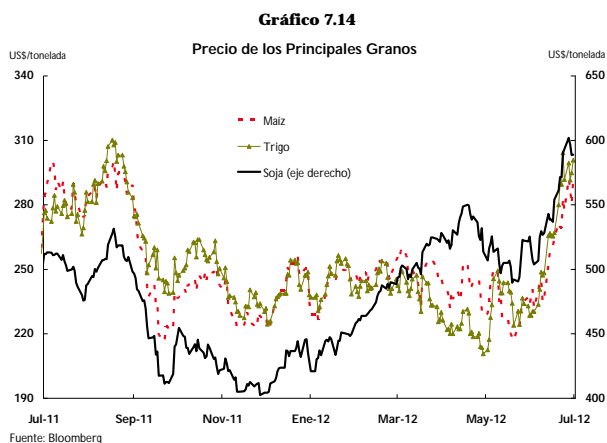
\*La Oferta total incluye la producción total + stocks iniciales

Estimado a julio 2012

Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA

La reciente suba de precios se vio potenciada por el posicionamiento de los agentes especulativos en los mercados derivados de *commodities* agrícolas, al apostar a nuevas subas de los granos en el futuro.

<sup>36</sup> Para mayor información remitirse al **Panorama Global de Commodities** del BCRA de los meses de abril, mayo y junio de 2012.



En el caso del petróleo y los productos industriales, la caída de la demanda energética, principalmente de los países avanzados y de China, presionó a la baja.

En términos interanuales, las cotizaciones de las materias primas agropecuarias se ubicaron a fines de junio 12% por debajo de los valores de un año atrás. En tanto, los metales y minerales y los precios de la energía se redujeron 21% y 14% respecto a junio de 2011.

En este marco, y con datos al cierre del 2º trimestre, 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 y sus derivados más relevantes en las exportaciones argentinas— aumentó 5,6% en promedio trimestral, al tiempo que se incrementó 1% en términos interanuales (ver Gráfico 7.15).

Se prevé que la menor demanda de los *commodities* industriales se mantenga en los próximos meses, por lo que los precios de éstos permanecerían en torno a los niveles actuales con riesgos de disminuciones adicionales. En tanto, la trayectoria de las cotizaciones agrícolas estaría fuertemente condicionada por la evolución de las condiciones climáticas, en los Estados Unidos para la soja y el maíz y en Europa del Este para el trigo.

## 8 Política Monetaria y Mercado de Activos

En junio el agregado en pesos más amplio (M3) presentó un crecimiento de 29,5% interanual (i.a.), 0,5 puntos porcentuales (p.p.) por encima de marzo. Al igual que en 2011, el aumento trimestral (7,7%) estuvo explicado principalmente por los préstamos en pesos al sector privado y por las compras de divisas del BCRA en el mercado de cambios que, expresadas en dólares, resultaron un 57% mayores a las realizadas durante el mismo trimestre del año anterior. Los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado registraron un incremento menor al del trimestre anterior, aunque similar a igual trimestre de un año atrás, acorde a la mayor demanda estacional de liquidez de las empresas para afrontar la concentración de vencimientos impositivos y el pago del medio aguinaldo, que ocurren durante el segundo trimestre del año.

Durante el segundo trimestre del año, los depósitos en moneda extranjera se redujeron (-20,2%) aunque la intensidad de la caída comenzó a moderarse gradualmente a partir de junio. Cabe recordar que, fruto de las políticas implementadas en los últimos años (que restringen el universo de sujetos de crédito que pueden recibir financiamiento en moneda extranjera a aquellos que tienen ingresos en dicha moneda), el sistema financiero argentino posee un bajo grado de dolarización, y elevada liquidez en moneda extranjera, motivo por el cual las devoluciones de los depósitos pudieron realizarse sin inconvenientes mientras que las líneas en dólares para la financiación de exportaciones fueron gradualmente reemplazadas por líneas en moneda nacional.

El crédito al sector privado en moneda local registró en el segundo trimestre una tasa de variación interanual de 42,8%. Las líneas en pesos con destino principalmente comercial fueron las que registraron el mayor incremento en el trimestre, favorecidas por la demanda estacional de liquidez de las empresas, y por la sustitución de financiamiento en moneda extranjera por líneas en moneda nacional. En los primeros días de julio el BCRA dispuso el lanzamiento de una nueva línea de crédito para la inversión productiva a tasa de interés fija. Las 20 entidades financieras más grandes y aquellas que son agentes financieros de los gobiernos deberán destinar, como mínimo, un 5% de sus depósitos en pesos del sector privado para financiar la compra de bienes de capital o la construcción de instalaciones, a una tasa de interés de como máximo 15,01% y a un plazo total no inferior a 36 meses. Al menos la mitad de ese monto deberá ser otorgado a Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs).

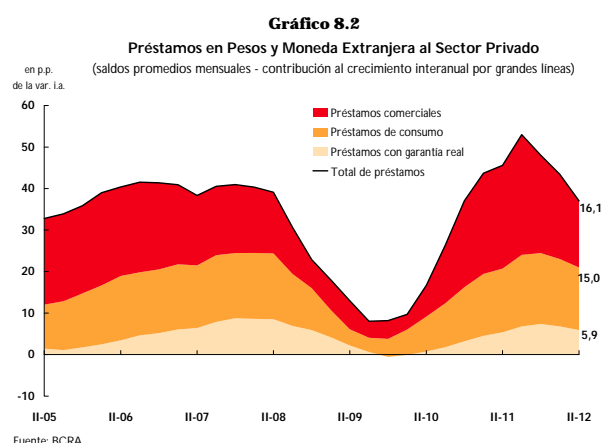
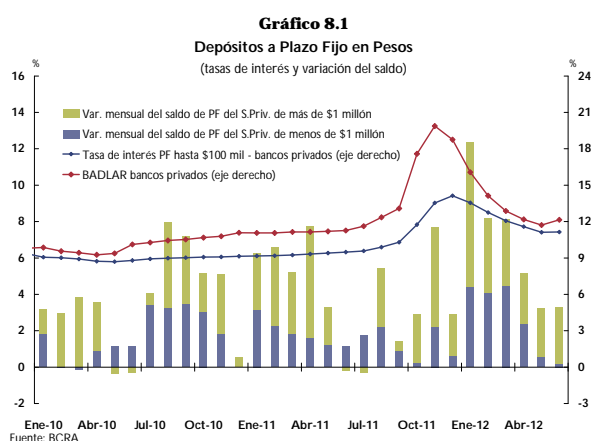


Gráfico 8.3

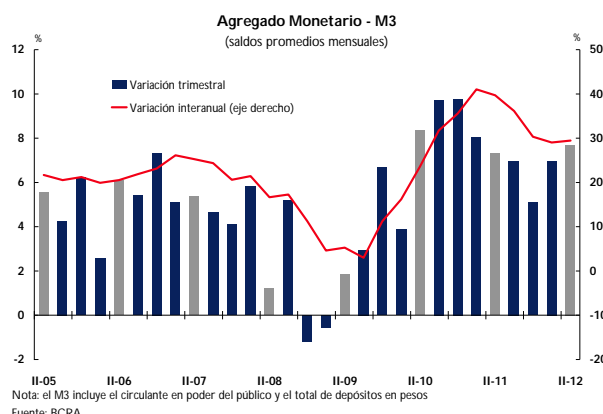


Gráfico 8.4

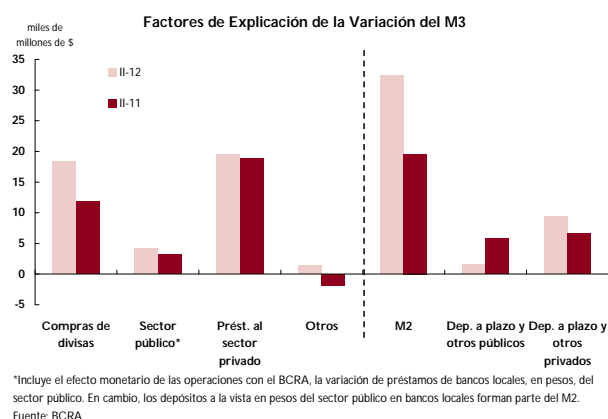
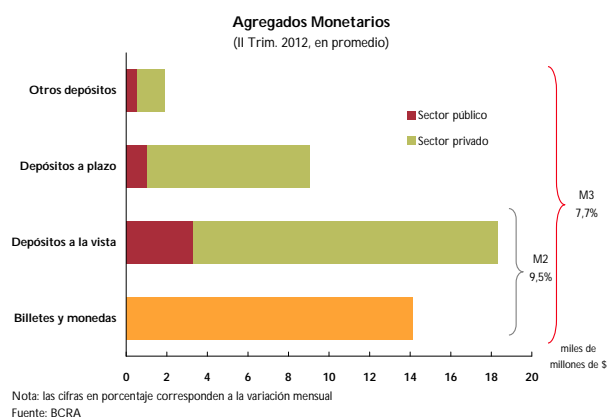


Gráfico 8.5



## 8.1 Política Monetaria<sup>37</sup>

### *Agregados Monetarios*

En junio el agregado en pesos más amplio (M3) presentó un crecimiento de 29,5% interanual (i.a.), 0,5 puntos porcentuales (p.p.) por encima del nivel de marzo, y de 7,7% trimestral. Al igual que lo observado en 2011, el aumento trimestral estuvo explicado principalmente por los préstamos en pesos al sector privado y por las compras de divisas del Banco Central (ver Gráficos 8.3 y 8.4).

Dentro de los componentes del M3, los medios de pago totales (M2<sup>38</sup>) alcanzaron en junio un saldo promedio mensual de \$372.950 millones, creciendo respecto a diciembre 14,8% (31,5% i.a.). Este crecimiento fue impulsado básicamente por el circulante en poder del público y por los depósitos a la vista del sector privado (ver Gráfico 8.5).

Los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado también registraron incrementos tanto en el segmento minorista como en el mayorista (ver Gráfico 8.6). La suba fue menor a la del trimestre anterior, pero similar a igual trimestre de un año atrás; lo que resulta compatible con la mayor demanda de liquidez del sector privado durante el segundo trimestre del año para afrontar la concentración de vencimientos impositivos y el pago del medio aguinaldo.

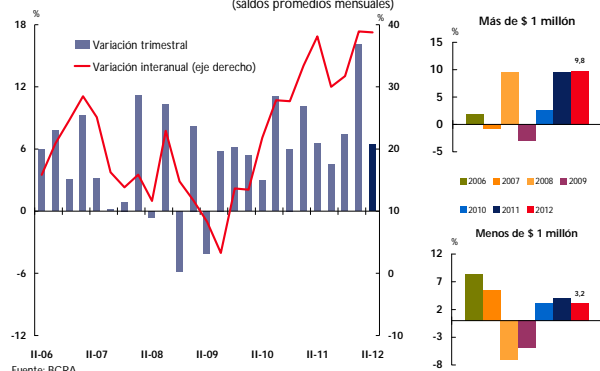
En el trimestre, los depósitos en moneda extranjera experimentaron una disminución, de 20,2%. No obstante, a partir de junio se aprecia una moderación en la caída. Cabe recordar que, fruto de las políticas implementadas en los últimos años —que restringen el universo de sujetos de crédito en moneda extranjera a aquellos que tienen ingresos en dicha moneda— el sistema financiero argentino posee un bajo grado de dolarización y está libre de descalce de monedas. La caída de los depósitos en moneda extranjera se financió con la disminución de los saldos en cuentas corrientes en el Banco Central y mediante la reducción de los préstamos en moneda extranjera. Así, se produjo un reemplazo de parte del crédito fundamentalmente vinculado a las actividades exportadoras, que en el pasado se otorgaba en moneda extranjera, por crédito en pesos.

Finalmente, el agregado más amplio, M3\*, que incluye el circulante en poder del público, los cheques

<sup>37</sup> Excepto que se indique lo contrario, las cifras a las que se hace referencia son promedios mensuales de datos diarios.

<sup>38</sup> Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y los depósitos en cuenta corriente y en caja de ahorros de los sectores público y privado no financieros en pesos.

**Gráfico 8.6**  
Depósitos a Plazo Fijo del Sector Privado  
(salos promedios mensuales)



cancelatorios y el total de depósitos en pesos y en moneda extranjera (expresados en pesos), mostró un aumento de 5,4% (\$33.260 millones; 22,8% i.a.).

### Esterilización

Durante el segundo trimestre del año el Banco Central continuó realizando compras de divisas en el mercado de cambios; el monto de las compras realizadas en el período resultó un 57% mayor al de igual trimestre del año anterior. La expansión monetaria generada por esta vía, junto con la originada por las operaciones del sector público, resultó parcialmente esterilizada por el aumento en las colocaciones de títulos del BCRA (ver Gráfico 8.7).

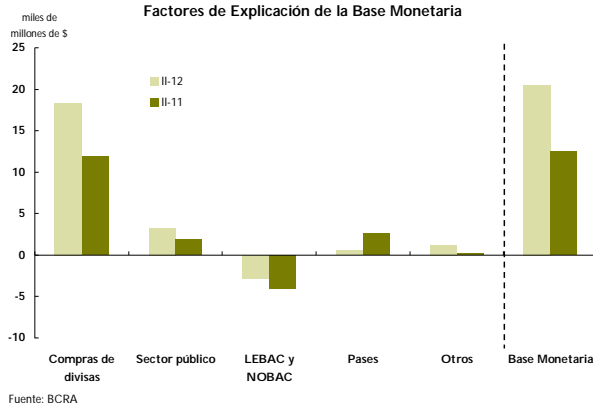
De este modo, el saldo de LEBAC y NOBAC en circulación se ubicó en \$86.660 millones, 6,9% superior al nivel registrado a fines de marzo. Por su parte, el saldo promedio mensual de pasivos pasivos para el Banco Central con las entidades financieras, en todas las ruedas en las que la institución participa, creció 15,1% hasta ubicarse en \$21.230 millones a fin de junio.

Todo ello redundó en que el ratio de liquidez amplía de las entidades (efectivo en bancos, cuenta corriente en el BCRA, pasivos con el BCRA y tenencia de LEBAC y NOBAC) aumentara 0,8 p.p. en el segundo trimestre, para ubicarse en 38% de los depósitos totales en pesos en el período (ver Gráfico 8.8). No obstante, al interior del trimestre se observa un descenso del ratio hacia el final del período.

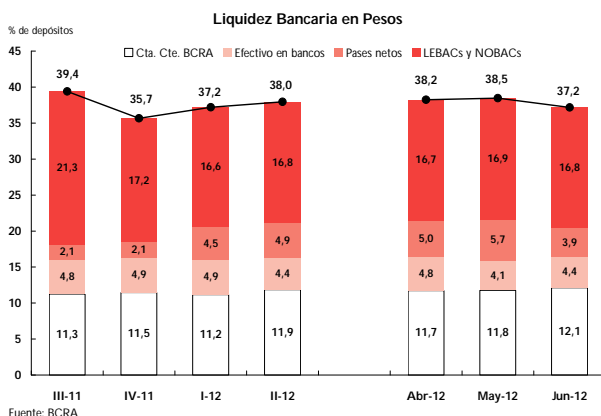
A partir de abril, y de acuerdo con la nueva Carta Orgánica del Banco Central, la integración de los encajes de los bancos sólo podrá constituirse en depósitos a la vista en la autoridad monetaria. Sin embargo, a fin de evitar posibles aumentos en la volatilidad de las tasas de interés, y hasta tanto se elabore una nueva normativa, se dispuso que transitoriamente las entidades deduzcan de la exigencia de cada mes un importe equivalente al efectivo computado como integración en marzo de 2012<sup>39</sup>.

Este cambio normativo podría haber influido, en el margen, en la composición de la liquidez bancaria. En efecto, el saldo de efectivo en bancos, que rondaba el 5% de los depósitos, descendió 0,5 p.p. tras el cambio en la Carta Orgánica, lo que respondería a un mayor grado de eficiencia en el uso del efectivo

**Gráfico 8.7**  
Factores de Explicación de la Base Monetaria



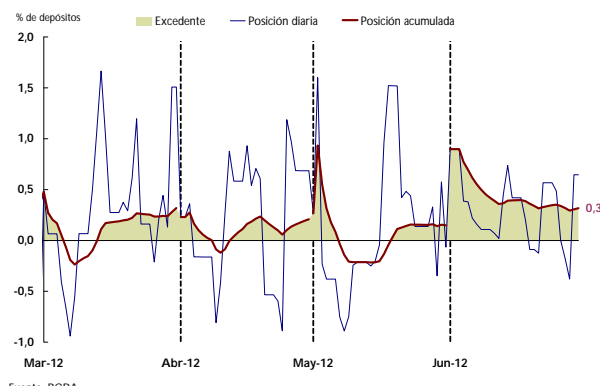
**Gráfico 8.8**



<sup>39</sup> La deducción consiste solamente en aquella porción del efectivo que, una vez computados todos los otros conceptos admitidos como integración, habrían llevado al equilibrio de la posición de encajes de marzo. Ver la comunicación "A" 5299.



**Gráfico 8.9**  
Posición de Efectivo Mínimo en Pesos

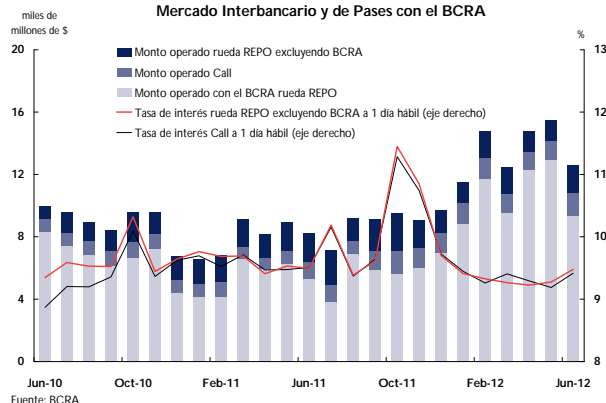


por parte de las entidades, ahora que no es admitido como integración de los encajes.

Con todo, la posición de efectivo mínimo finalizó con excedente los tres meses del período (ver Gráfico 8.9). En particular, en el último mes el excedente fue levemente mayor al de los períodos anteriores (0,3% de los depósitos totales en pesos), pero estuvo en concordancia con igual mes de años anteriores.

Para el segmento en moneda extranjera, la liquidez se mantuvo elevada (62,9% de los depósitos en dólares para junio), lo que significó un incremento de 1,4 p.p. respecto de marzo. En tanto, el excedente de la posición de efectivo mínimo fue de 31,3% de los depósitos totales en dólares en junio, 7,6 p.p. menor a la de marzo, como consecuencia fundamentalmente de la menor integración a raíz de la reducción de los depósitos de este segmento.

**Gráfico 8.10**  
Mercado Interbancario y de Pases con el BCRA

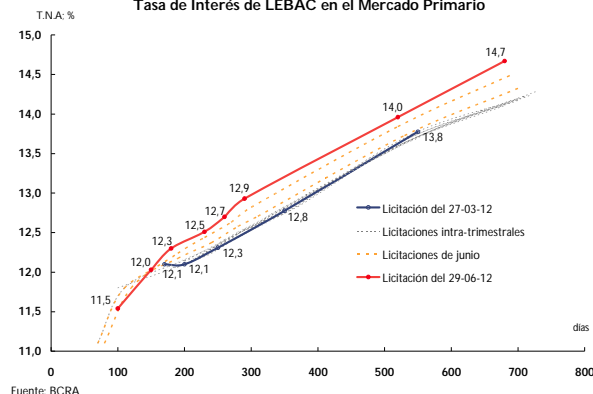


### Tasas de Interés<sup>40</sup>

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

Las tasas de interés del mercado interbancario, que se habían mantenido relativamente estables durante los meses de mayo y abril, se incrementaron levemente en junio. Así, al finalizar el trimestre la tasa de interés en el mercado garantizado (rueda REPO) entre entidades financieras (excluyendo al Banco Central) a 1 día hábil se ubicó en 9,5%, en tanto, la del mercado no garantizado (*call*) se ubicó en 9,4% para el mismo plazo (ver Gráfico 8.10).

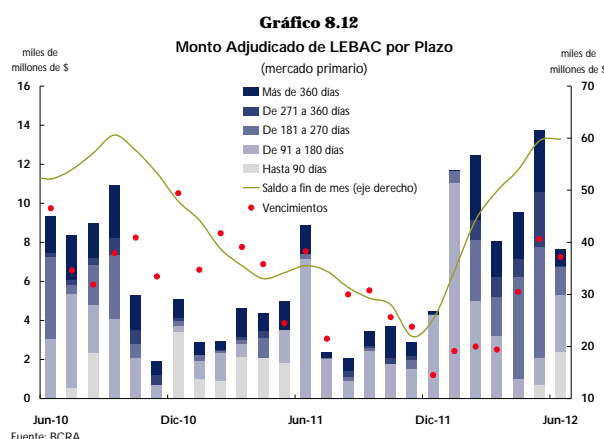
**Gráfico 8.11**  
Tasa de Interés de LEBAC en el Mercado Primario



Los montos negociados se redujeron levemente respecto del trimestre anterior. En efecto, el promedio diario del monto negociado en el mercado de *call* fue de aproximadamente \$1.280 millones, 3% inferior al registrado el trimestre previo; y en el mercado de pases entre entidades financieras, el monto promedio negociado se redujo 7%, luego de situarse en \$1.470 millones.

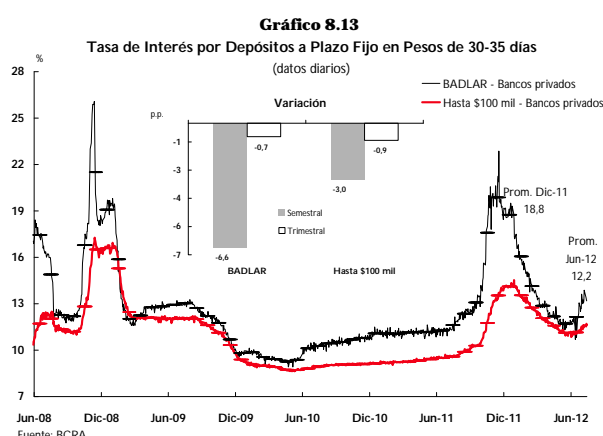
En el segundo trimestre las tasas de corte de LEBAC en el mercado primario se incrementaron levemente, principalmente a fines de junio, revirtiendo ligeramente el retroceso evidenciado en el primer trimestre

<sup>40</sup> Las tasas de interés que se mencionan en esta sección se refieren a tasas nominales anuales (TNAs).

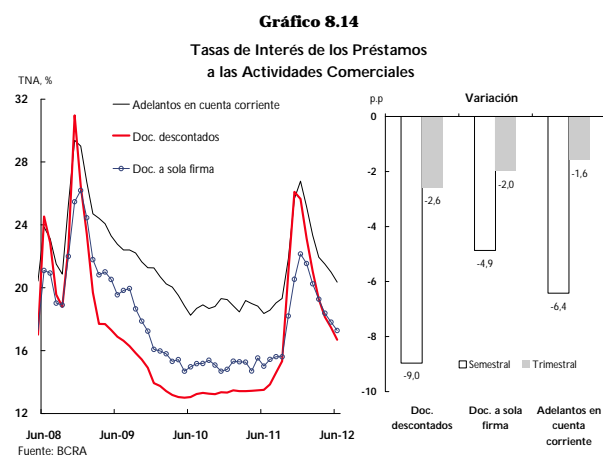


de 2012 (ver Gráfico 8.11). Los aumentos se observaron en mayor medida en el tramo medio y largo de la curva de rendimientos. En tanto, el Banco Central continuó licitando las especies de menor plazo a una tasa de corte predeterminada. Para estos casos se recortaron ligeramente las tasas y los plazos.

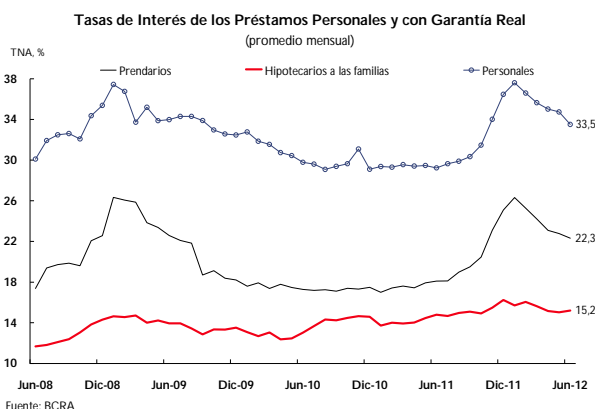
A lo largo del trimestre casi la totalidad de lo adjudicado (96%) correspondió a LEBAC, y el plazo de las especies colocadas resultó más largo que en el trimestre previo (ver Gráfico 8.12). Así, la madurez promedio de las colocaciones se ubicó en 9 meses, 2 meses superior al promedio registrado entre enero y marzo. En el caso de las NOBAC, el monto colocado nuevamente resultó por debajo del saldo que venció, por lo que el stock en circulación se redujo 14,1% hasta \$26.800 millones. Las NOBAC fueron adjudicadas a plazos inferiores a los 12 meses.



Las tasas de interés pasivas de corto plazo pagadas por los bancos privados para los depósitos de 30 a 35 días podrían haber encontrado en el segundo trimestre un nuevo punto de inflexión. En efecto, durante abril y mayo continuaron descendiendo para en junio comenzar a revertir dicha tendencia en línea con lo observado en las tasas de interés de corte de LEBAC (ver Gráfico 8.13). Así, en junio el promedio mensual de la BADLAR de bancos privados se ubicó en 12,2%, retrocediendo 0,7 p.p. respecto a marzo y acumulando un descenso de 6,6 p.p. en el año. En el segmento minorista, la tasa de interés pagada por los depósitos hasta \$100 mil promedió 11,1% en junio, descendiendo 0,9 p.p. respecto a marzo y cerca de 3 p.p. en el año.



Por su parte, las tasas de interés activas mostraron un comportamiento descendente homogéneo a lo largo del segundo trimestre, continuando con la tendencia observada durante los primeros tres meses del año. Los descensos más marcados se registraron en las tasas de interés de las líneas comerciales, principalmente en las financiaciones vía documentos. La tasa de interés de los documentos descontados promedió 16,7% en junio y retrocedió 2,6 p.p. en el trimestre y 9 p.p. en el año, mientras que la correspondiente a los documentos a sola firma se ubicó en 17,3%, 2 p.p. debajo del promedio de marzo y 4,9 p.p. por debajo del de diciembre. Asimismo, el promedio mensual de la tasa de interés de los adelantos en cuenta en corriente fue de 20,4%, disminuyendo 1,6 p.p. en el trimestre y 6,4 p.p. en el año. Si bien las tasas de interés de las líneas comerciales mencionadas fueron las que acumularon mayores descensos en lo que va de 2012, habían sido las que experimen-

**Gráfico 8.15**

taron subas más pronunciadas durante los últimos meses de 2011 (ver Gráfico 8.14).

Entre las tasas de interés de mayor plazo, se registraron nuevos descensos tanto en las aplicadas a los préstamos con garantía real como a aquellos destinados a financiar el consumo. Así, se destaca principalmente la disminución trimestral de 1,9 p.p. en la tasa de interés de los préstamos prendarios, que se ubicó en 22,3% en junio y la caída de 2,1 p.p. en la correspondiente a los préstamos personales, que promedió 33,5% en junio (ver Gráfico 8.15).

La continua baja de las tasas de interés activas junto con tasas pasivas que comenzaron a revertir su tendencia descendente generaron una reducción de los *spreads*. En efecto, el promedio mensual del *spread* entre la tasa de interés de adelantos en cuenta corriente y la BADLAR bancos privados se ubicó en 8,2 p.p. en junio, descendiendo más de 1 p.p. mensual (ver Gráfico 8.16).

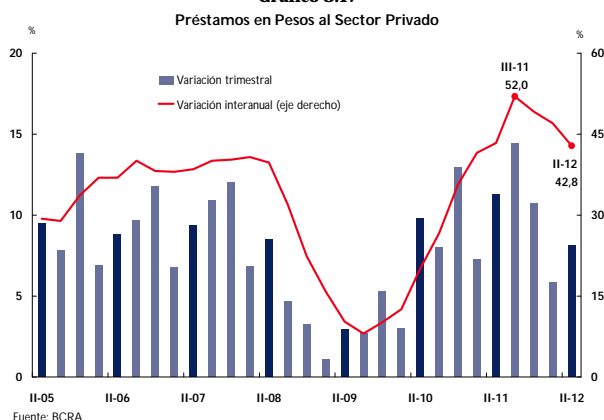
**Gráfico 8.16**

### **Políticas de Financiamiento Productivo y Crédito al Sector Privado<sup>41</sup>**

En el segundo trimestre del año el crédito al sector privado en moneda local registró un aumento de 8,1% (\$20.520 millones), con una tasa de variación interanual del 42,8% (ver Gráfico 8.17).

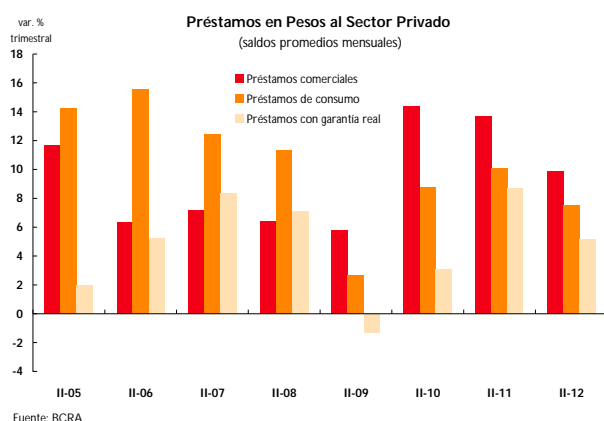
Las líneas con destino principalmente comercial fueron las que registraron el mayor incremento en el trimestre, favorecidas por la mayor demanda de las empresas que suele observarse en esta época del año para atender la concentración de vencimientos impositivos y el pago del medio salario anual complementario (ver Gráfico 8.18). Los adelantos en cuenta corriente crecieron en el trimestre \$4.630 millones (13,1%), mientras que las financiaciones instrumentadas mediante documentos registraron un aumento de \$2.430 millones (4,8%). En ambos casos los mayores incrementos se concentraron en el mes de junio. El resto de las financiaciones comerciales exhibió un aumento de \$1.270 millones (17,4%).

Por su parte, los préstamos orientados al consumo de las familias mantuvieron su ritmo de expansión trimestral, con un incremento de \$7.890 millones (7,5%) en la suma de los préstamos personales y las financiaciones con tarjetas de crédito, en conjunto.

**Gráfico 8.17**

<sup>41</sup> Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros que, si bien alteran los saldos contables, no afectan al financiamiento otorgado.

Gráfico 8.18

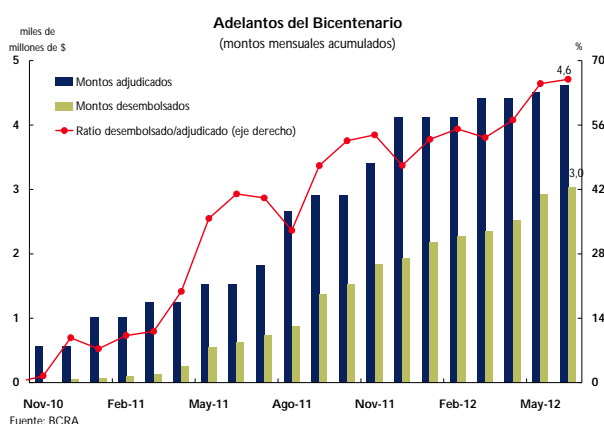


En cuanto a los préstamos con garantía real, se observó una merma en el crecimiento trimestral de los préstamos prendarios e hipotecarios, con incrementos de \$835 millones (4,8%) y \$1.530 millones (5,1%), respectivamente. No obstante, en términos interanuales continúan en valores elevados, del 45% y 36%, respectivamente.

El Banco Central continuó licitando fondos en el marco del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB), orientado a mejorar la oferta de crédito a la inversión y la actividad productiva a través del otorgamiento de préstamos a mediano y largo plazo a tasa de interés fija. En el segundo trimestre se adjudicaron \$194 millones a través de dos licitaciones. Así, desde el comienzo del PFPB se adjudicaron \$4.616 millones, de los cuales se desembolsaron \$3.044 millones (ver Gráfico 8.19).

Con el mismo propósito, en los primeros días de julio el BCRA dispuso el lanzamiento de una nueva línea de crédito para la inversión productiva a tasa fija (ver Apartado 2). Las entidades financieras que cuenten con el 1% o más del total de los depósitos del sistema y aquellas que sean agentes financieros de los gobiernos (nacional, provinciales, de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires o municipales) deberán destinar, como mínimo, un monto equivalente al 5% de sus depósitos del sector privado en pesos al mes de junio de 2012 para financiar la compra de bienes de capital o la construcción de instalaciones para la producción de bienes o servicios, a una tasa de interés de como máximo 15,01% y a un plazo total no inferior a 36 meses (y un plazo promedio no menor a 24 meses). Además, dispuso que al menos la mitad de ese monto deberá ser otorgado a Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs)<sup>42</sup>.

Gráfico 8.19

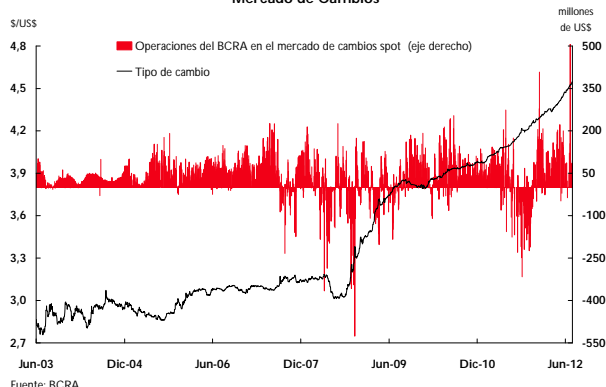


En un contexto de disminución de los depósitos en moneda extranjera, los préstamos en moneda extranjera al sector privado —destinados fundamentalmente a la prefinanciación de exportaciones— registraron en el trimestre una caída de 10,5% (US\$1.000 millones). No obstante, parte de este financiamiento estaría canalizado en el segmento en pesos, lo que explicaría, entre otros factores, el mayor dinamismo observado en algunas líneas comerciales como los documentos a sola firma y adelantos a empresas.

Si bien no se verá reflejado en las estadísticas de préstamos de las entidades financieras (por su instrumentación a través de un fideicomiso), en lo que

<sup>42</sup> Ver Comunicación "A" 5319.

**Gráfico 8.20**  
Mercado de Cambios



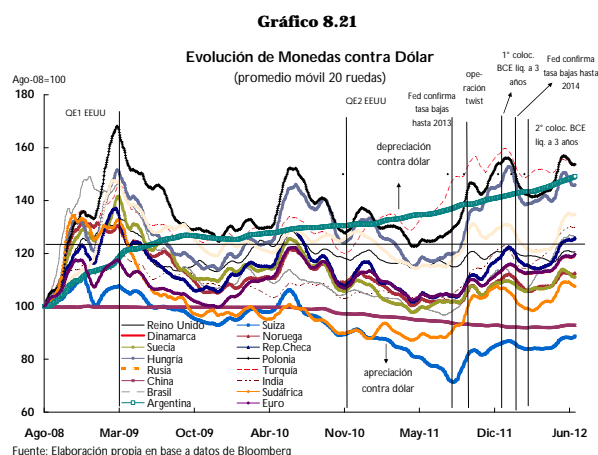
resta del año el mercado de los créditos hipotecarios mostrará un renovado dinamismo en virtud del lanzamiento en junio del Programa de Crédito Argentino (PRO.CRE.AR) del Bicentenario para la Vivienda Única Familiar. El programa prevé el otorgamiento de 100.000 créditos para la vivienda en el transcurso de éste y el próximo año. Las condiciones de otorgamiento de estos préstamos son muy favorables: para acceder a los créditos no se requiere un ingreso mínimo (y los ingresos familiares no deben superar los \$30.000 mensuales), la relación cuota ingreso es de hasta el 40%, el monto máximo a financiar es de \$350.000 para las familias con ingresos mayores a \$5.000 mensuales y de \$200.000 para aquellas con menores ingresos, y con un plazo de 20 y 30 años, respectivamente. En cuanto a las tasas de interés, son fijas en los primeros 5 años, entre 2% y 14%, dependiendo de los ingresos familiares, y variables a partir del sexto año, período en el que se actualizarán por el Coeficiente de Variación Salarial, con un tope de entre 4% y 18%, según el nivel de ingresos de las familias.

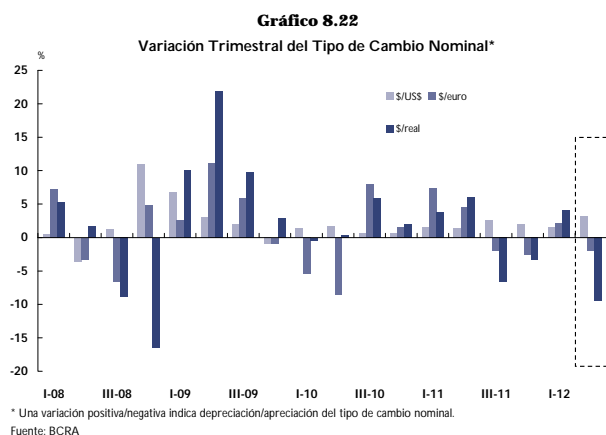
### **Reservas Internacionales y Mercado Cambiario**

El BCRA continuó con su política de flotación administrada del tipo de cambio que busca evitar oscilaciones de la cotización del peso que se deban a factores temporales, que no reflejen los *fundamentals* de la economía argentina (ver Gráfico 8.20). Gracias a ello el peso evitó las marcadas oscilaciones que presentaron otras monedas desde que se agravó la crisis financiera internacional, en el tercer trimestre de 2008, con sus procesos de “vuelo a la calidad” y sus reversiones, y tras el impacto que tuvieron las diversas operaciones de expansión monetaria llevadas a cabo, principalmente por las autoridades monetarias de Estados Unidos y la zona del euro. Así, si bien el peso se depreció desde agosto de 2008 respecto del dólar casi un 50%, en línea con la depreciación de las monedas de Turquía, Polonia y Hungría, y por encima de la de Brasil, la depreciación del peso fue gradual, evitando la volatilidad que se observa en otras monedas (ver Gráfico 8.21).

En el segundo trimestre de 2012, el peso se depreció respecto al dólar estadounidense, mientras que se revirtió la depreciación respecto al real y al euro observada el trimestre anterior (ver Gráfico 8.22).

Las cotizaciones promedio de marzo fueron: 4,5 \$/US\$, 2,19 \$/real y 5,64 \$/euro. Para el primer caso, la suba de la cotización en el trimestre fue de





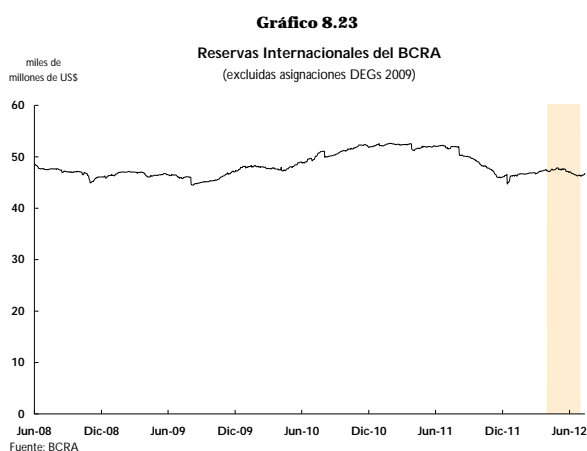
3,2%, el doble que lo registrado en el período anterior. A su vez, para las otras monedas la baja en la cotización fue de 9,5% y 2%, respectivamente.

En el mercado a futuro (ROFEX), el monto negociado promedio durante el segundo trimestre fue de \$1.121 millones, que implicó un incremento de 19% en relación al trimestre anterior. En tanto, los valores que reflejan la depreciación esperada para los próximos meses se incrementaron en el trimestre.

Entre abril y junio el Banco Central fue comprador neto en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) por US\$ 3.785 millones, monto levemente superior a lo comprado en el primer trimestre del año. Este factor de aumento de las reservas internacionales resultó más que compensado por la disminución de las cuentas de efectivo mínimo asociada a la caída de depósitos en moneda extranjera y por el uso de reservas para la cancelación de deuda en moneda extranjera por parte del sector público. Al respecto, el Directorio del BCRA dispuso la aplicación de US\$4.748 millones de reservas para integrar el Fondo de Desendeudamiento Argentino (FONDEA) y afectó US\$1.597 millones de reservas para la atención de los servicios de deuda con los organismos financieros internacionales (ver Capítulo 6).

Así, el saldo de reservas internacionales se redujo en el trimestre US\$943 millones (2%), ubicándose en el último día del trimestre en US\$46.348 millones (ver Gráfico 8.23).

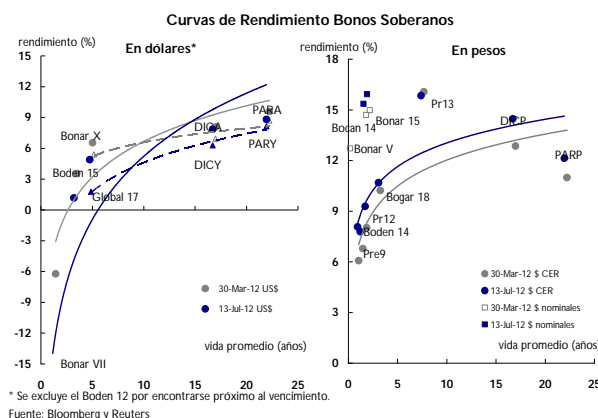
## 8.2 Mercado de Activos



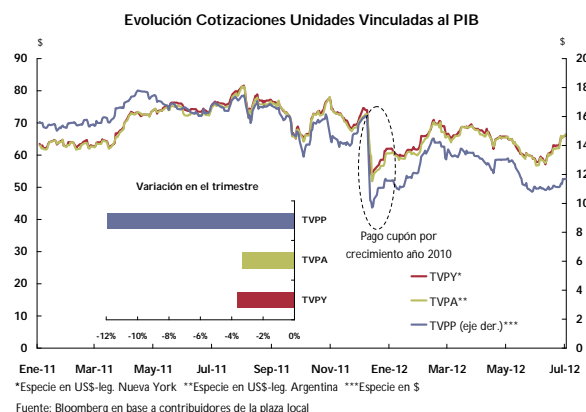
El deterioro en los mercados financieros internacionales observado desde fines de marzo de 2012 se tradujo en un debilitamiento del apetito por riesgo a nivel global, erosionando en parte la recuperación observada entre los activos de las economías en desarrollo en los primeros tres meses del año. Así, a pesar de la mejora verificada hacia junio, se dio luego del primer trimestre una merma en los precios de los activos financieros de emergentes, incluyendo a los instrumentos de la Argentina.

En las plazas locales los precios de los instrumentos de deuda pública tuvieron un saldo mixto, mientras que entre las acciones la tendencia a la baja fue más definida (pero en línea con las bolsas de la región). Por otra parte, en el segundo trimestre se dio una mejora en el financiamiento de las empresas en el mercado de capitales local, con menores costos de financiación.



**Gráfico 8.24**

Los precios de los títulos públicos en el mercado interno han registrado un desempeño dispar entre los diferentes segmentos desde fines de marzo. Entre los bonos en dólares con legislación local se destacó la suba de los precios de aquellos de menor plazo, que implicó recortes de magnitud en los rendimientos y un empinamiento de la curva; para los restantes bonos los rendimientos también tendieron a recortarse aunque en menor cuantía (ver Gráfico 8.24). Como referencia, el rendimiento requerido para el Boden 15, uno de los títulos públicos más líquidos, disminuyó casi 240 p.b. en el período<sup>43</sup>. En tanto, los rendimientos de los bonos en pesos ajustables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) tendieron a subir en forma generalizada, con un aumento en promedio de unos 130 puntos básicos (p.b.) a lo largo de la curva. En el caso de los bonos en pesos nominales, al tiempo que la tasa de interés de referencia para los cupones de varias de estas especies (Badlar Bancos Privados) evidenció un comportamiento cambiante en los últimos meses, sus rendimientos mostraron una ampliación de casi 80 p.b. en promedio desde fin de marzo. Finalmente, los precios de las Unidades Vinculadas al PIB en las plazas locales tuvieron un comportamiento mixto desde fines de marzo. Para las especies en dólares se dio una leve suba (1% en promedio), mientras que el precio de la especie en pesos (TVPP) cayó 9% (ver Gráfico 8.25). El volumen negociado de instrumentos de renta fija en los mercados locales alcanzó un promedio diario levemente inferior a \$2.300 millones<sup>44</sup>, con una mejora de 13% respecto al primer trimestre (similar al avance en términos interanuales). Se destacó una mayor operatoria con instrumentos del BCRA.

**Gráfico 8.25**

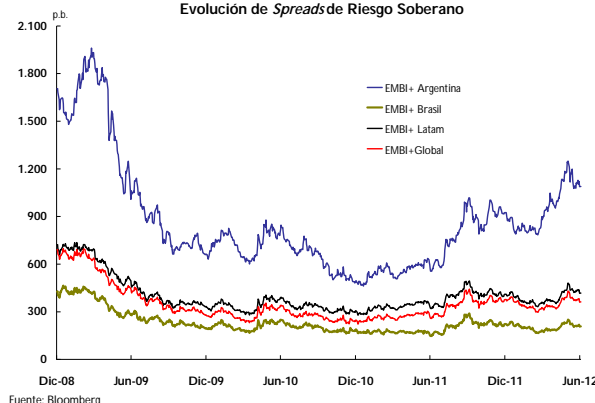
Como consecuencia de la ampliación en los rendimientos de los bonos soberanos en dólares con legislación internacional en las plazas del exterior<sup>45</sup> y en un marco de menores rendimientos requeridos por los inversores para los bonos del Tesoro norteamericano, los diferenciales de riesgo soberano de la Argentina se ampliaron en el trimestre; tal evolución se dio en un contexto en el cual los *spreads* de renta fija de países emergentes tendieron a ampliarse en forma generalizada. Si bien los rendimientos lograron recortarse desde el pico registrado en los momentos de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales –hacia fines de mayo–, el diferencial

<sup>43</sup> Retornos calculados usando precios operados en plazas locales. Dado que las operaciones son mayormente en pesos, para estimar los retornos se pasan los precios a dólares utilizando el tipo de cambio mayorista.

<sup>44</sup> En base a montos de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y el Mercado Abierto Electrónico, incluye títulos públicos del Gobierno Nacional, instrumentos del BCRA, títulos provinciales, obligaciones negociables y otros.

<sup>45</sup> Son aquellos que se consideran tanto para los índices de riesgo soberano de referencia como los contratos de cobertura *Credit Default Swaps* (CDS).

Gráfico 8.26

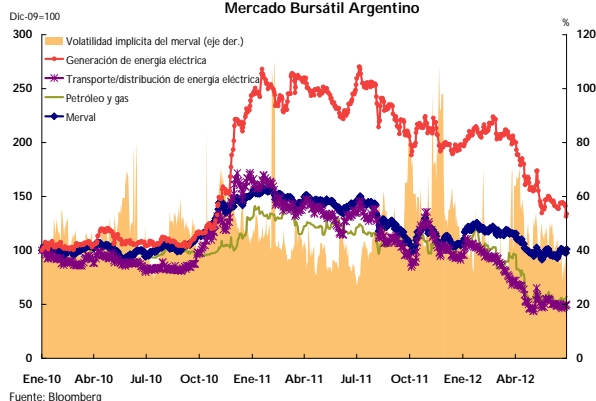
Evolución de *Spreads* de Riesgo Soberano

para la Argentina según el *Emerging Markets Bond Index* (EMBI+) se ubicaba a mediados de julio cerca de 1.100 p.b., con un incremento de unos 200 p.b. desde fines de marzo<sup>46</sup> (ver Gráfico 8.26).

Con respecto al mercado bursátil local, medido en pesos el Merval cedió cerca de 11% desde fines de marzo, pasando a registrar un saldo negativo en lo que va de 2012. Aunque la evolución entre principios de abril y mediados de julio estuvo caracterizada por una mayor volatilidad en la plaza bursátil local<sup>47</sup>, el resultado estuvo en línea con lo observado a nivel regional (ver Gráfico 8.27). En efecto, el Merval medido en dólares registró una merma de casi 15%, frente a una caída cercana a 14% en el índice *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) de América Latina. Las bajas a nivel local se extendieron prácticamente a todos los sectores cotizantes, aunque el mayor impacto negativo se dio en energía eléctrica (tanto en compañías ligadas a la generación como en aquellas concentradas en la distribución), petróleo / gas y agricultura / ganadería (ver Gráfico 8.28)<sup>48</sup>. En términos de montos operados, hubo una leve caída en el volumen promedio diario, que pasó de \$47 millones en el primer trimestre de este año a \$43 millones entre principios de abril y mediados de julio, aunque la operatoria se mantuvo en un nivel similar al de igual período del año pasado.

Gráfico 8.27

Mercado Bursátil Argentino



A diferencia de lo observado en los trimestres anteriores –y a pesar de la incertidumbre reinante en el ámbito internacional–, el financiamiento al sector privado y para infraestructura a través del mercado de capitales evidenció un repunte en el segundo trimestre. Las financiaciones superaron los \$7.500 millones, registrándose una suba cercana al 60% respecto al trimestre anterior, aunque en términos interanuales se verificó una merma de 44%<sup>49</sup> (ver Gráfico 8.29). La suba trimestral estuvo en buena parte explicada por colocaciones de fideicomisos de infraestructura, pero también subió el monto de operaciones de bonos y fideicomisos financieros en el mercado local y en moneda doméstica. Fue importante la cantidad de colocaciones de bonos (especialmente en mayo) en el mercado doméstico, por un

<sup>46</sup> En el caso del contrato a 5 años de CDS, el nivel a mediados de julio se ubicaba en torno a 1.150 p.b. con una suba en el período superior a 300 p.b.

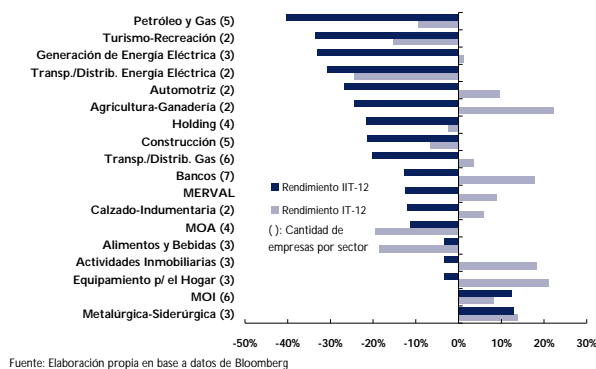
<sup>47</sup> A la influencia de la evolución en los mercados internacionales, se le sumó la presencia de factores idiosincrásicos (como la reacción ante el anuncio de la expropiación de YPF).

<sup>48</sup> En los sectores de alimentos y bebidas, actividades inmobiliarias y equipamiento para el hogar las caídas fueron menores a la del índice, mientras que los sectores de manufacturas industriales y metalurgia se observaron ganancias.

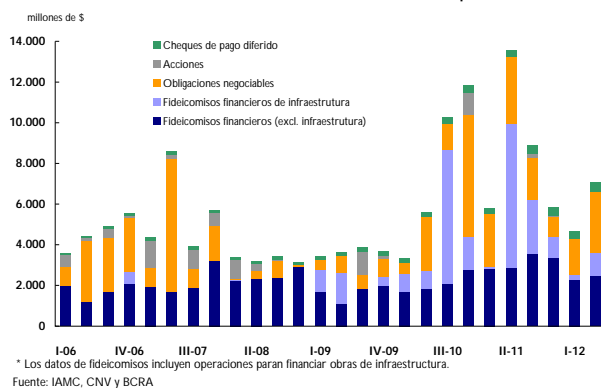
<sup>49</sup> En el mismo período del año anterior se había registrado un récord, debido a las colocaciones de bonos en los mercados internacionales que se realizaron en abril y mayo, sumadas al fideicomiso lanzado en aquella época para financiar la Central Nuclear Atucha. En lo que respecta al financiamiento al sector privado –sin incluir financiaciones para infraestructura–, en el segundo trimestre de 2012 las financiaciones alcanzaron un valor aproximado de \$6.500 millones, lo cual implica una suba de 45% a nivel trimestral, mientras que el monto está en línea con el del mismo período del año pasado.

**Gráfico 8.28**

Rendimientos de las Acciones Locales por Principales Sectores

**Gráfico 8.29**

Financiamiento a través del Mercado de Capitales



total de casi \$2.800 millones en el segundo trimestre (con alza trimestral e interanual superior a 50%)<sup>50</sup>. Las colocaciones fueron realizadas por empresas de varios sectores, con predominio de las entidades financieras (concentrando más del 60% del monto trimestral). También hubo emisiones de PyMEs (cinco colocaciones por casi \$50 millones en total<sup>51</sup>). Se destacó el volumen récord de financiaciones mediante cheques de pago diferido, que se ubicó en casi \$480 millones en el trimestre, experimentando un alza trimestral de 23% y una interanual de 46%. Con respecto a los costos de financiamiento, las tasas de corte de los valores fiduciarios senior (no relacionados a obras de infraestructura), y de los bonos en moneda local registraron una disminución en abril y mayo para posteriormente experimentar una suba, conforme al patrón observado en la BADLAR Bancos Privados. Por su parte, las tasas de descuento de cheques experimentaron una reducción desde fines de marzo, ubicándose actualmente en niveles relativamente bajos.

En perspectiva —si bien en las primeras semanas de julio se observó un desempeño más bien positivo de los activos financieros domésticos— queda por verse en los próximos meses cómo será el apetito por riesgo a nivel global: hasta el momento se mantiene la cautela respecto a la situación fiscal y de la deuda soberana de algunas economías de la zona del euro y persiste una considerable incertidumbre acerca de cómo evolucionará la economía global. En el ámbito local, el acceso al financiamiento de las empresas en los mercados de capitales continuaría a buen ritmo en la medida que se mantengan las condiciones de liquidez.

<sup>50</sup> Al igual que en trimestres anteriores con respecto a colocaciones en el mercado local, los plazos de los títulos se concentraron mayoritariamente hasta 24 meses.

<sup>51</sup> En el primer trimestre del año no se habían registrado colocaciones de este tipo de empresas.

## Glosario de Abreviaturas y Siglas

---

<b>Acum.:</b> Acumulado	<b>Cta. Corr.:</b> Cuenta Corriente
<b>ADEFA:</b> Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina	<b>DEG:</b> Derecho Especial de Giro
<b>AFCP:</b> Asociación de Fabricantes de Cemento Portland.	<b>DPN:</b> Deuda Pública Nacional
<b>AFIP:</b> Administración Federal de Ingresos Públicos	<b>e:</b> Estimado
<b>AIP:</b> Aglomerados del Interior del País	<b>EEUU:</b> Estados Unidos
<b>ANFAVEA:</b> Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores - Brasil	<b>EMAE:</b> Estimador Mensual de Actividad Económica
<b>ANSeS:</b> Administración Nacional de la Seguridad Social	<b>EMBI+:</b> <i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
<b>ASEAN:</b> Asociación de Naciones del Sudeste Asiático	<b>EMI:</b> Estimador Mensual Industrial
<b>AT:</b> Adelantos Transitorio	<b>ENARGAS:</b> Ente Nacional Regulador del Gas
<b>ATN:</b> Aportes del Tesoro Nacional	<b>EPH:</b> Encuesta Permanente de Hogares
<b>AUH:</b> Asignación Universal por Hijo para Protección Social	<b>Fed:</b> Reserva Federal de los Estados Unidos
<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>FGS:</b> Fondo de Garantía de Sustentabilidad
<b>BCB:</b> Banco Central de Brasil	<b>FIEL:</b> Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas
<b>BCE:</b> Banco Central Europeo	<b>FMI:</b> Fondo Monetario Internacional
<b>BCRA:</b> Banco Central de la República Argentina	<b>FOB:</b> <i>Free on Board</i> (puesto a bordo)
<b>BM:</b> Base Monetaria. Definida como la circulación monetaria en pesos más las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en BCRA	<b>FROB:</b> Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
<b>BFA:</b> Banco Financiero y de Ahorros	<b>FUNCEX:</b> Fundación Centro de Estudios Comercio Exterior
<b>BNA:</b> Banco de la Nación Argentina	<b>GBA:</b> Gran Buenos Aires
<b>CABA:</b> Ciudad Autónoma de Buenos Aires	<b>GNL:</b> Gas natural licuado
<b>CDS:</b> <i>Credit Default Swaps</i>	<b>GRA:</b> Gabriel Rubinstein y Asociados
<b>CER:</b> Coeficiente de Estabilización de Referencia	<b>ha:</b> Hectárea
<b>CEPAL:</b> Comisión Económica para América Latina	<b>i.a.:</b> Interanual
<b>CFTC:</b> <i>Commodities Future Trade Commission</i>	<b>IAMC:</b> Instituto Argentino de Mercado de Capitales
<b>CIF:</b> <i>Cost of Insurance and Freight</i> (costo de seguro y fletes)	<b>IBIF:</b> Inversión Bruta Interna Fija
<b>CNV:</b> Comisión Nacional de Valores	<b>IBGE:</b> Instituto Brasileiro de Geografía y Estadísticas
<b>C.O:</b> Carta Orgánica	<b>ICC:</b> Índice del Costo de la Construcción
<b>Contrib.:</b> Contribución	<b>ICDCB:</b> Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias
	<b>IED:</b> Inversión Extranjera Directa
	<b>IERIC:</b> Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción
	<b>IFI:</b> Instituciones Financieras Internacionales
	<b>IFS:</b> <i>International Financial Statistics</i>
	<b>IGA:</b> Indicador General de Actividad
	<b>INDEC:</b> Instituto Nacional de Estadística y Censos

**INSSJyP:** Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados

**IOF:** Impuesto sobre las Operaciones Financieras

**IPC:** Índice de Precios al Consumidor

**IPCA:** Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)

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

**IPI:** Índice de Precios Implícitos

**IPI:** Índice de Producción Industrial

**IPIB:** Índice de Precios Internos Básicos

**IPIM:** Índice de Precios Internos al Por Mayor

**IPMP:** Índice de Precios de las Materias Primas

**ISAC:** Índice Sintético de Actividad de la Construcción

**ITCRM:** Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

**IVA:** Impuesto al Valor Agregado

**IVA DGA:** Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas

**IVA DGI:** Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Impuestos

**kg:** Kilogramo.

**LEBAC:** Letras del Banco Central (Argentina)

**LIBOR:** *London InterBank Offered Rate*

**LTRO:** *Long Term Refinancing Operations*

**M2:** Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$

**M3:** Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$

**M3\*:** Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$

**MAGyP:** Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca

**MEE:** Mecanismo de Estabilidad Europeo

**Mercosur:** Mercado Común del Sur

**MERVAL:** Mercado de Valores de Buenos Aires

**MEyFP:** Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

**mill.:** Millones

**MIPyMEs:** Micro, Pequeñas y Medianas Empresas

**MOA:** Manufacturas de Origen Agropecuario

**MOI:** Manufacturas de Origen Industrial

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

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

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

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

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

**OJF:** Orlando J. Ferreres

**OMC:** Organización Mundial de Comercio

**ON:** Obligaciones Negociables

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

**p:** Proyectado

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

**p.b.:** Puntos básicos

**p.p.:** Puntos porcentuales

**PEA:** Población Económicamente Activa

**PF:** Plazo Fijo

**PFPB:** Programa de Financiamiento del Bicentenario

**PIB:** Producto Interno Bruto

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

**PP:** Productos primarios

**PPA:** Paridad de Poder Adquisitivo

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

**Prom. móv.:** Promedio móvil

**PyMES:** Pequeñas y Medianas Empresas

**Res:** Resolución

**REM:** Relevamiento de Expectativas de Mercado

**ROES:** Registro de operaciones de exportación

**ROFEX:** Mercado a Término de Rosario

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

**S.A:** Sociedad Anónima

**Sec.:** Secretaría

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

**SIPA:** Sistema Integrado Previsional Argentino

**SPNF:** Sector Público Nacional no Financiero

**S. Priv.:** Sector privado

**TC:** Tipo de cambio

**TN:** Tesoro Nacional

**TNA:** Tasa Nominal Anual

**Trim.:** Trimestral / Trimestre

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

**US\$:** Dólares Americanos

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

**UCI:** Utilización de la capacidad instalada

**UV:** Unidades vinculadas

**Var.:** Variación

**VIX:** *CBOE Volatility Index*

**VN:** Valor nominal

**VNR:** Valor Nominal Residual

**VP:** Valor presente

**VSTOXX:** Volatilidad esperada del índice Eurostoxx600

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

**WTI:** *West Texas Intermediate*

**XN:** Exportaciones Netas

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