

# Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

Julio de 2013



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

Julio de 2013



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

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

ISSN 2313-9498  
Edición electrónica

Fecha de publicación | Julio de 2013

**Banco Central de la República Argentina**

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

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

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente.  
Para comentarios o consultas a la edición electrónica: [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.*

Buenos Aires, Julio de 2013

# Contenido

**Pág. 5 | 1 Visión Institucional**

**Pág. 12 | 2 Contexto Internacional**

*Pág. 35 | Apartado 1 / Política monetaria en los países desarrollados y flujos de capitales: la evidencia reciente*

**Pág. 39 | 3 Actividad Económica**

*Pág. 49 | Apartado 2 / Línea de Créditos para la Inversión Productiva*

**Pág. 52 | 4 Condiciones Socio-económicas**

*Pág. 58 | Apartado 3 / Tendencias en materia de promoción y protección social en países emergentes*

**Pág. 61 | 5 Sector Externo**

**Pág. 66 | 6 Finanzas Públicas**

**Pág. 74 | 7 Precios**

**Pág. 83 | 8 Política Monetaria y Mercado de Activos**

*Pág. 96 | Apartado 4 / Expansión monetaria y monetización a partir de 2004*

**Pág. 98 | Glosario de Abreviaturas y Siglas**

# 1 Visión Institucional

Gráfico 1.1

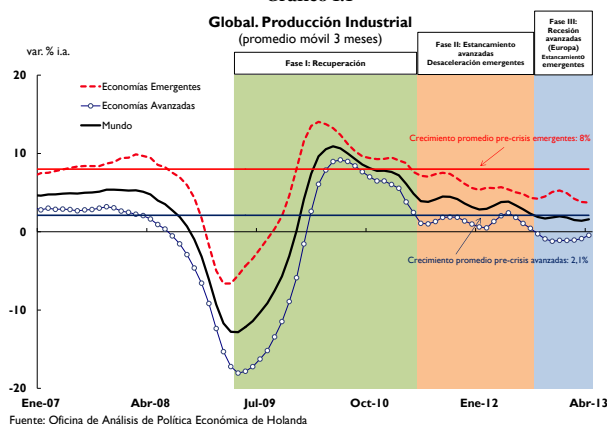


Gráfico 1.2

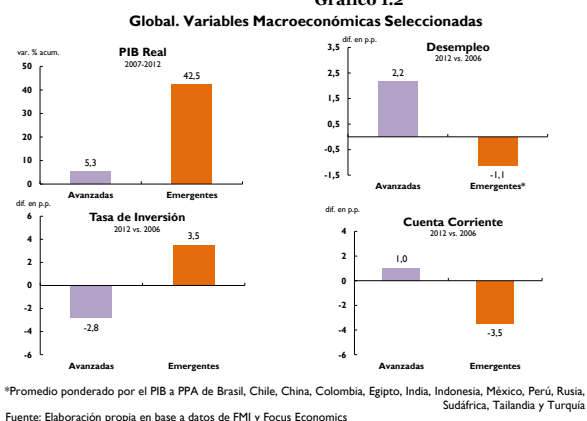
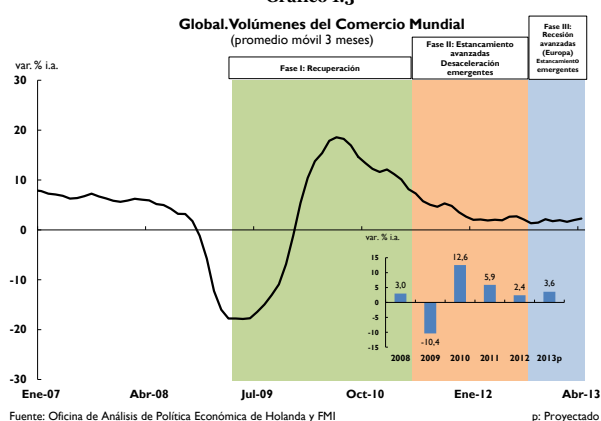


Gráfico 1.3



Desde el inicio de la crisis financiera internacional, a mediados de 2007, la economía mundial ha transitado diversas fases. Luego de alcanzar un piso en el segundo trimestre de 2009, las economías nacionales recuperaron cierto dinamismo. Sin embargo, lejos de mantener un crecimiento estable, a partir del segundo trimestre de 2011 se inició una segunda fase en la que los países desarrollados sufrieron un estancamiento en el nivel de actividad y los emergentes redujeron gradualmente sus tasas de expansión del PIB.

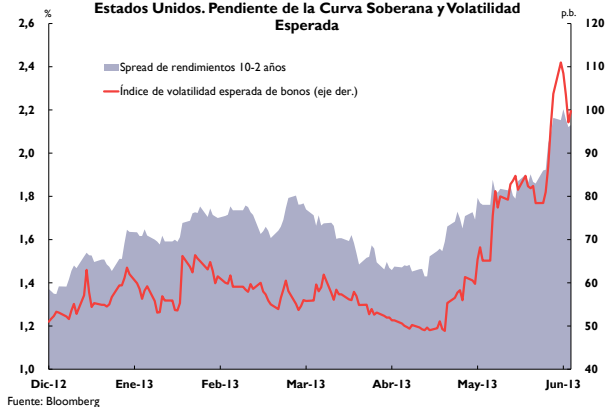
La primera etapa se caracterizó por un uso simultáneo y relativamente coordinado a nivel global de políticas monetarias y fiscales. Tras ese impulso inicial que logró alejar a las economías del colapso, se comenzaron a manifestar diferencias en la intensidad de las medidas y menor voluntad de mantener la política fiscal activa. Durante este segundo período, en la mayoría de las naciones avanzadas la política monetaria quedó en la práctica como el único instrumento para reactivar las economías y como resultado de los ajustes fiscales implementados, la incipiente recuperación se desvaneció.

Las naciones en desarrollo, en cambio, enfrentaron el *shock* externo con condiciones macroeconómicas más robustas. En tanto disponían de mercados internos más sólidos y de espacios de política para implementar acciones contra-cíclicas. A partir de medidas fiscales, monetarias —incluyendo la administración prudencial de reservas internacionales— y financieras, que en algunos casos implicaron la flexibilización de los esquemas de metas de inflación y la depreciación de sus monedas, los países en desarrollo sostuvieron el crecimiento protegiendo sus mercados internos para reducir los efectos adversos de la menor demanda externa proveniente del mundo avanzado. Más adelante, y pasado el pico de la crisis, los países en desarrollo implementaron medidas comerciales y cambiarias destinadas a contener la fuerte apreciación de sus monedas producto de las políticas monetarias expansivas de las economías desarrolladas. Durante esta segunda etapa de la crisis internacional, si bien los países emergentes mostraron un desempeño económico razonable, también evidenciaron una gradual pero sostenida desaceleración en el crecimiento.

A partir del segundo semestre de 2012 se inicia la tercera fase de la crisis. Desde entonces se observa una reducción de las tasas de crecimiento de los países emergentes mientras que en el mundo desarrollado se presentan coyunturas macroeconómicas

Gráfico 1.4

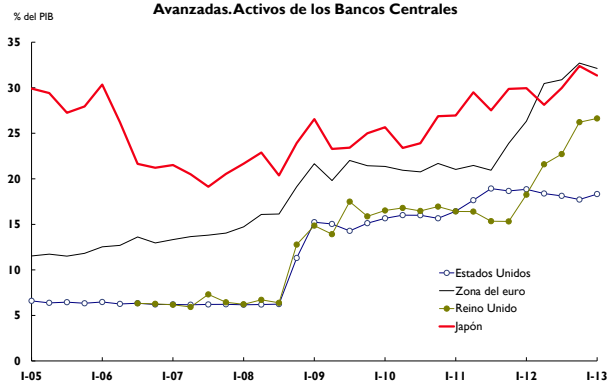
Estados Unidos. Pendiente de la Curva Soberana y Volatilidad Esperada



Fuente: Bloomberg

Gráfico 1.5

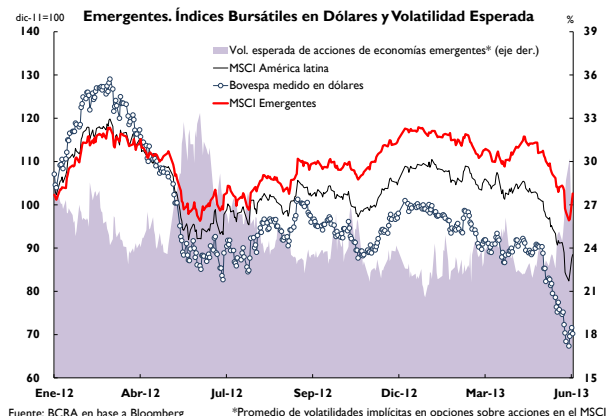
Avanzadas. Activos de los Bancos Centrales



Fuente: Datastream

Gráfico 1.6

Emergentes. Índices Bursátiles en Dólares y Volatilidad Esperada



Fuente: BCRA en base a Bloomberg

\*Promedio de volatilidades implícitas en opciones sobre acciones en el MSCI

y respuestas de política marcadamente disímiles. La zona euro permaneció en recesión, a pesar de lo cual algunos países continuaron con las medidas de ajuste fiscal. En Japón —con el fin de alcanzar finalmente la reactivación económica y salir de la deflación— se implementó recientemente un ambicioso programa de medidas monetarias y fiscales. En tanto, en los Estados Unidos se vislumbraron algunos signos de recuperación de la actividad y, quizás prematuramente, se comenzaron a dar señales de una eventual estrategia de salida de las políticas monetarias expansivas<sup>1</sup>.

En efecto, frente a las mejoras de ciertos indicadores del nivel de actividad de la economía norteamericana y los argumentos en pos de desestimar la formación de una potencial burbuja especulativa en ese país, los responsables de la política monetaria de los Estados Unidos comunicaron de manera deliberadamente ambigua una declinación gradual en el programa de provisión de liquidez. Esto generó un *shock* de incertidumbre en las plazas financieras internacionales. La consecuente suba de la tasa de interés de largo plazo en ese país puso presión a los mercados internos y externos, justo antes de que las cifras de crecimiento de la economía estadounidense del primer trimestre fueran revisadas a la baja.

Dado el nivel de interconexión de los mercados financieros, estas declaraciones tuvieron fuertes repercusiones no sólo en los Estados Unidos sino también en el resto del mundo a través del desarme de posiciones en las economías emergentes con salidas de capitales hacia destinos calificados como menos riesgosos. Este redireccionamiento de los flujos provocó caídas en los precios de las acciones, de los instrumentos de deuda soberana y, en menor medida, de los productos primarios, e indujo depreciaciones de la mayoría de las monedas. Es decir, una acción comunicacional tomada en los Estados Unidos y, quizás destinada en parte a desestimar el fuerte incremento en las cotizaciones en sus mercados de acciones, terminó resultando para el mundo entero en un *shock* financiero de notables dimensiones.

Se puso de manifiesto, una vez más, una característica predominante en la arquitectura financiera internacional que es una fuerte asimetría en los efectos (*spillovers*) de las decisiones de política monetaria —incluyendo los anuncios— en los países cen-

<sup>1</sup> El 10 de julio pasado la Reserva Federal de los Estados Unidos difundió la minuta de su última reunión de política monetaria (junio) en la cual remarcó que continuarán con un marcado sesgo expansivo en general. Puntualmente, en cuanto a los programas de compras de activos, los miembros del comité enfatizaron que deben garantizarse las condiciones necesarias para alcanzar los objetivos de largo plazo —máximo empleo e inflación de 2%— antes de empezar a reducir gradualmente el ritmo de compras. Las minutas fueron interpretadas por el mercado como que el inicio del retiro paulatino de la política monetaria expansiva no convencional podría demorarse en relación a lo que los analistas preveían unas semanas atrás.



Gráfico 1.7  
Economías seleccionadas. Tipo de Cambio Nominal

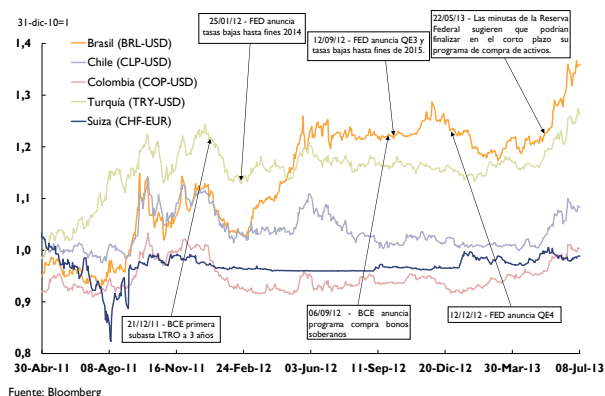


Gráfico 1.8  
Global. Crecimiento del Producto\*

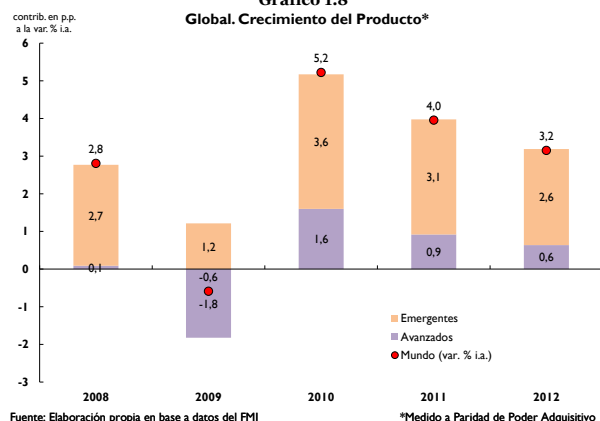
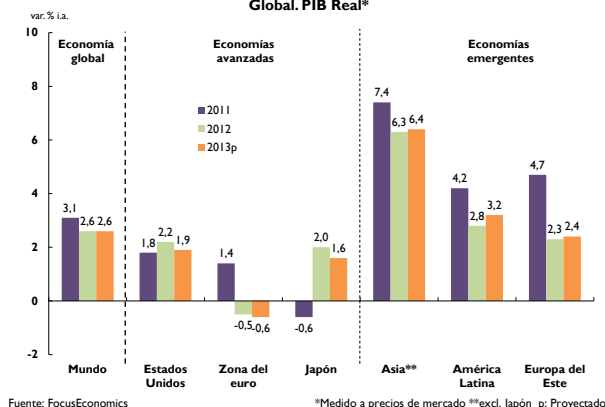


Gráfico 1.9  
Global. PIB Real\*



trales, especialmente los Estados Unidos. Más preocupante es que, en general, la reacción adversa fue proporcionalmente mayor sobre los activos financieros de los países emergentes. Así, las visiones que suelen atribuir la entrada de capitales a los países emergentes a factores internos (*pull factors*) pueden ser consideradas, por lo menos, como optimistas, especialmente si se trata de flujos de corto plazo. La presente circunstancia alerta que factores de carácter exógeno para estas economías tales como la liquidez —y el grado de incertidumbre— en los países avanzados y, más en general, el manejo de su política monetaria, son globales y conforman la causa determinante de los movimientos de capitales financieros de corto plazo (*push factors*).

Este escenario de incertidumbre abre al menos dos grandes interrogantes en el mediano plazo. Primero, no queda claro si efectivamente existen condiciones objetivas en los países avanzados que permitan prescindir de las políticas monetarias expansivas. No hay indicadores concluyentes que muestren una recuperación sólida en el crecimiento económico o el empleo en los Estados Unidos, Japón y, más notoriamente, en Europa. Por el contrario, pareciera que el mundo avanzado seguiría creciendo a tasas muy modestas mientras que en algunas economías el desafío es superar la recesión.

En paralelo, no hay certeza sobre la duración y la persistencia del contexto de incertidumbre y de alta volatilidad en las monedas y en los indicadores financieros de los países emergentes. Estos fenómenos afectan negativamente la tasa de expansión económica de este grupo de países en un escenario en el que se ha reducido el espacio fiscal para contrarrestar los efectos negativos de la crisis internacional. Dado que en los últimos cinco años los países emergentes explicaron el 90% de la expansión global —con especial relevancia de los casos de China e India—, un menor dinamismo en estas economías y la falta de un crecimiento robusto por parte de los países avanzados podría dejar al mundo sin impulsores relevantes del crecimiento global.

Frente a este panorama internacional más adverso, y tal como se había anticipado en el **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria** de abril pasado, las proyecciones de mercado respecto del crecimiento global para 2013 se corrigieron nuevamente a la baja, tanto en los países avanzados como en los emergentes. Así, para el año 2013 se prevé un aumento del Producto mundial de 2,6%, por debajo de lo pronosticado a fines de 2012. Cabe destacar que esta corrección respondió fundamentalmente a la desaceleración del ritmo de expansión en los principales países emergentes.



Gráfico 1.10

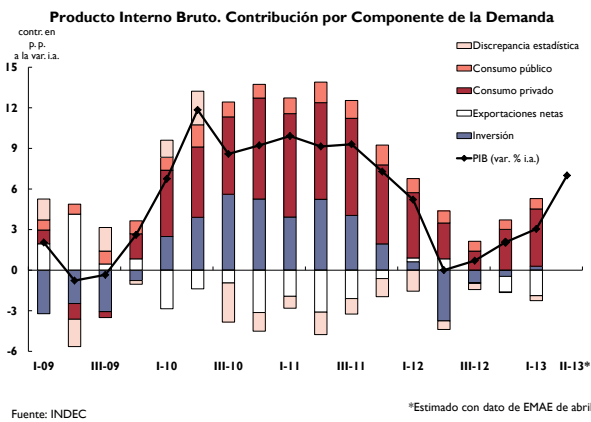


Gráfico 1.11

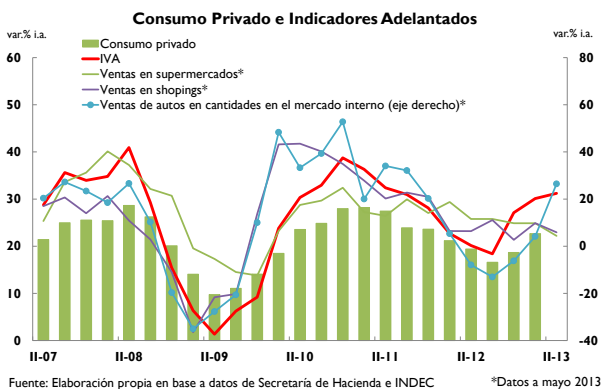
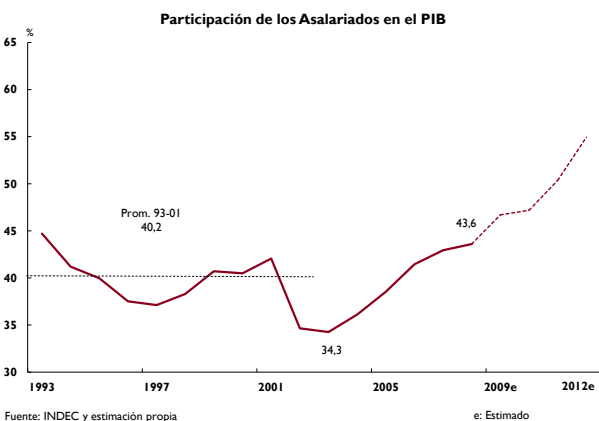


Gráfico 1.12



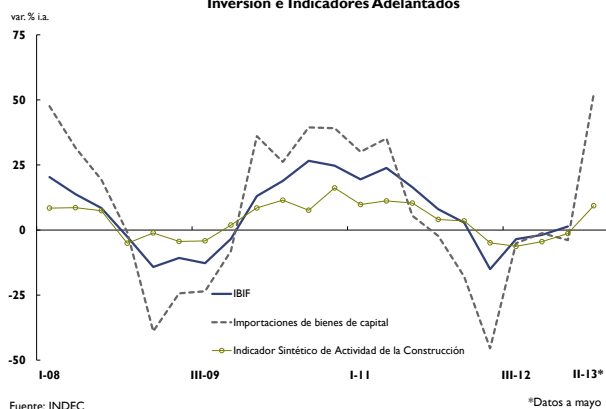
En particular, el crecimiento de América latina previsto por el mercado se revisó a la baja en 0,3 puntos porcentuales (p.p.) durante el segundo trimestre, estimándose una expansión de 3,2% para todo el 2013. Esta corrección respondió a una menor demanda proveniente de las economías avanzadas y, más recientemente, al deterioro de las condiciones de financiamiento externo. Ante la reversión de los ingresos de capitales, los países latinoamericanos registraron desde mayo depreciaciones de sus monedas respecto del dólar de entre 5% y 12% a la par de abruptas caídas en los valores de los activos financieros de renta fija y variable.

En la Argentina, en un marco donde el sostenimiento y profundización de las políticas contracíclicas contribuyeron a enfrentar el contexto internacional adverso, la actividad económica ganó dinamismo. Luego de crecer 3% interanual (i.a.) entre enero y marzo pasados, el crecimiento se habría acelerado durante el segundo trimestre del año. En este período, el aumento de la producción de bienes y servicios continuó siendo impulsado por la demanda interna —a partir del mayor gasto de las familias y de las empresas— a lo que se sumó la mejora de las exportaciones debido al impacto de las ventas de la cosecha gruesa y el incremento de los envíos de productos industriales —fundamentalmente a Brasil—.

El Consumo privado recuperó su fuerza y creció 6% i.a. durante el primer trimestre. Este comportamiento se sustenta en las condiciones del mercado de trabajo, que sigue siendo la principal fuente de ingresos de las familias. En los primeros meses del año se generaron 84 mil nuevos puestos laborales y se logró reducir la informalidad a niveles mínimos históricos (32% de los asalariados). Además, en el transcurso del segundo trimestre concluyeron la mayoría de las negociaciones salariales, que dieron como resultado incrementos anuales en torno al 24% para 2013. La combinación de un mayor nivel de empleo y de los recientes aumentos salariales permitió un nuevo crecimiento de la masa salarial en relación al Producto e impulsó al gasto de las familias durante el segundo trimestre del año.

Los ingresos de los hogares también aumentaron como consecuencia de la actualización de las transferencias gubernamentales destinadas a las familias de menores recursos. Durante el segundo trimestre se incrementaron las asignaciones familiares —que incluyen a la Asignación Universal por Hijo— medida que se sumó al alza de las jubilaciones y pensiones en marzo. Estas iniciativas implicaron una mejora en la distribución del ingreso, a partir de

**Gráfico 1.13**  
**Inversión e Indicadores Adelantados**

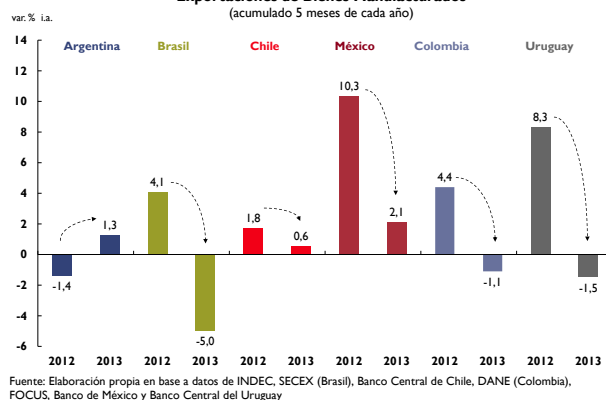


una mayor participación de los quintiles más bajos de la población en el ingreso total.

La inversión creció 1,3% i.a durante el primer trimestre del año y, de acuerdo con los indicadores adelantados, profundizó su expansión durante el resto del primer semestre. La suba en los meses más recientes respondió a un nuevo incremento en la adquisición de equipo durable de producción, principalmente importado, al tiempo que se recuperó la inversión en construcción. Esta dinámica se habría visto favorecida por las políticas diseñadas por el BCRA para estimular el crédito productivo y por el efecto sobre la construcción del Programa de Crédito Argentino (PRO.CRE.AR). La continuidad de estas medidas, conjuntamente con la creación de los Certificados de Depósitos para la Inversión (CEDIN), favorecerán el desempeño de la construcción en los próximos meses. En igual sentido operarán el Bono Argentino de Ahorro para el Desarrollo Económico (BAADE) y el Pagaré de Ahorro para el Desarrollo Económico (PADE), vehículos financieros que permitirán canalizar fondos a la inversión pública en sectores estratégicos —como infraestructura e hidrocarburos—.

Durante el primer semestre del año las exportaciones netas contribuyeron de manera negativa a la evolución del PIB. El débil desempeño de las ventas externas de la Argentina estuvo en línea con lo observado en otros países de la región y respondió principalmente a la menor demanda proveniente de las economías avanzadas. Así, mientras que en Brasil, Colombia y Uruguay las exportaciones de productos manufacturados disminuyeron en los primeros meses de 2013, respecto de las ventas de igual período del año previo, en México y Chile desaceleraron su ritmo de crecimiento.

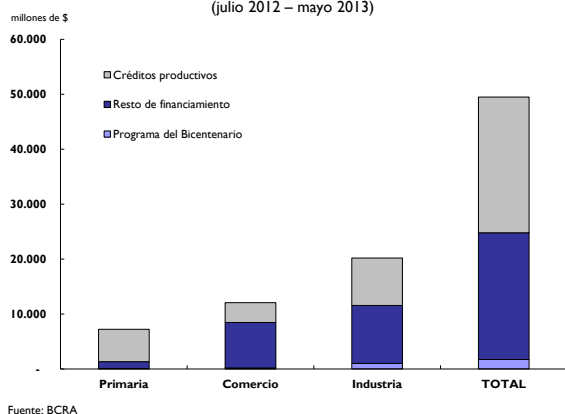
**Gráfico 1.14**  
**Exportaciones de Bienes Manufacturados**  
(acumulado 5 meses de cada año)



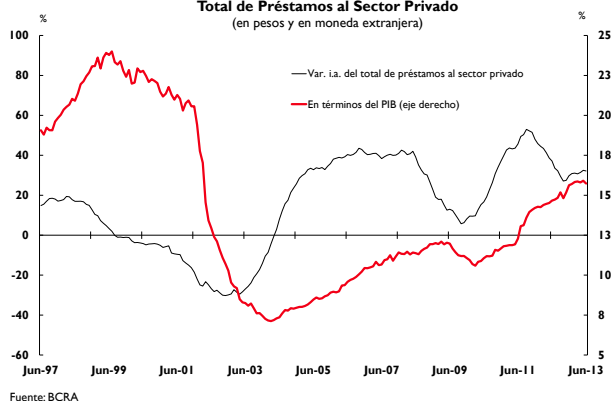
No obstante, en el segundo trimestre las ventas externas argentinas mejoraron a partir del ingreso de la cosecha del ciclo 2012/13 de soja y maíz que incrementó los saldos exportables de los productos primarios y sus manufacturas. Adicionalmente, siguieron en ascenso los envíos de bienes industriales, principalmente de material de transporte con destino a Brasil. En tanto, las importaciones se elevaron en mayor magnitud, con un alza generalizada en todos los rubros, producto de la mejora en la dinámica del nivel de actividad. De esta manera, el superávit comercial se mantuvo en niveles altos pero por debajo del registrado en igual período de 2012.

En este contexto, y como se mencionara previamente, el BCRA continuó con su política de estímulo al crédito productivo, a partir del segundo tramo

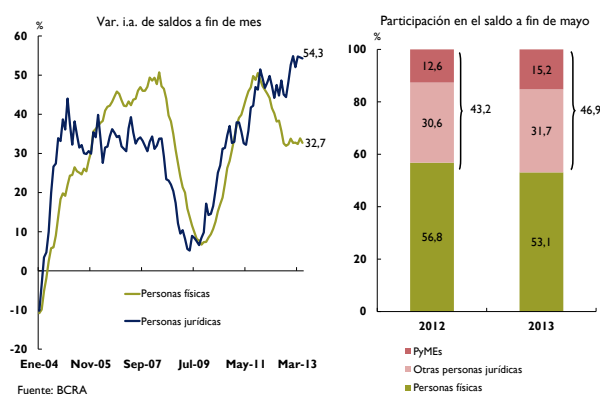
**Gráfico 1.15**  
Contribución de las Líneas del BCRA al Crecimiento del Stock de Crédito a Empresas  
(julio 2012 – mayo 2013)



**Gráfico 1.16**  
Total de Préstamos al Sector Privado  
(en pesos y en moneda extranjera)



**Gráfico 1.17**  
Préstamos en Pesos al Sector Privado



de la Línea de Créditos para la Inversión Productiva (LCIP) y de la licitación de fondos a través del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB).

De acuerdo con los resultados preliminares, al cumplirse un año de la vigencia de la LCIP los préstamos acordados por los bancos con destino a la inversión productiva ascendieron a \$35.000 millones. El 56,4% de estos fondos se destinaron a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs). Entre los principales destinos productivos se destacó el sector industrial que concentró el 34,9% del monto otorgado. El sector primario recibió el 23,8% de los fondos, seguido por los servicios, que tomaron el 22,0% del total de la línea.

A partir del resultado positivo obtenido hasta el momento, el programa se extendió a una tercera etapa. Durante el segundo semestre del año se destinarán para créditos productivos fondos por el equivalente al 5% del saldo de depósitos privados de mayo de 2013 de cada uno de los bancos involucrados —que en conjunto suman \$20.000 millones—. Al igual que en las dos etapas anteriores, al menos la mitad de ese monto deberá ser otorgado a MiPyMEs, aunque esta vez se incorpora la posibilidad de que este tipo de empresas puedan destinar hasta un 20% del monto total del proyecto a financiar capital de trabajo asociado a la inversión productiva. Se mantienen las condiciones de financiamiento del primer tramo del año 2013: la tasa de interés será del 15,25% y el plazo mínimo de amortización permanecerá en 3 años, incluso para el capital de trabajo para MiPyMEs<sup>2</sup>.

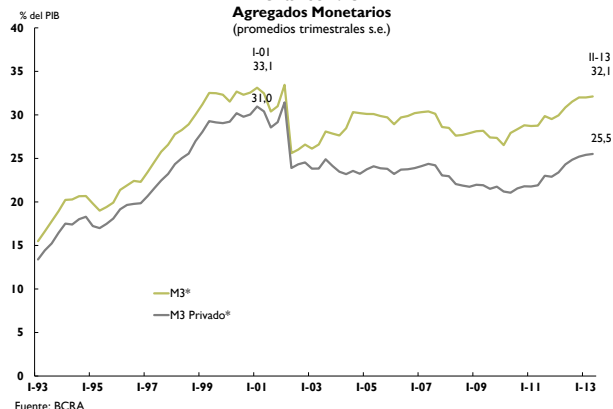
Asimismo se prosiguió con la licitación de fondos por medio del PFPB, otorgando préstamos a mediano y largo plazo a tasa de interés fija. Al segundo trimestre del año el total adjudicado desde que comenzó el PFPB ascendió a \$6.921 millones.

Se estima que el total de créditos otorgados y a otorgarse a través de estos dos programas —incluyendo la tercera etapa de la LCIP— alcanzaría a \$62.000 millones, lo que representaría aproximadamente 2,7% del PIB y en torno al 15% del total de préstamos al sector privado.

Los resultados de la ejecución de estos programas constituyen una evidencia de los efectos virtuosos de la política de regulación del crédito. La información disponible en materia de impacto de la LCIP demuestra su efectividad para lograr el incremento de la disponibilidad de financiamiento para la in-

<sup>2</sup> Ver Comunicación “A” 5449.

**Gráfico 1.18**  
**Agregados Monetarios**  
(promedios trimestrales s.e.)



versión, la facilitación del acceso al crédito para el estrato de MiPyMEs y la mejora de las condiciones del financiamiento. En efecto, desde la implementación de la línea también se verifica una extensión en los plazos de los préstamos y una reducción de las tasas de interés.

De esta manera, se observó un mayor dinamismo en los préstamos en pesos destinados a financiar a las personas jurídicas. Como consecuencia, los créditos a las empresas incrementaron su participación en el saldo total de préstamos al sector privado en pesos y pasaron de representar aproximadamente el 43% del total en 2012 a cerca del 47% en mayo de este año.

El importante ritmo de crecimiento relativo del crédito bancario al sector privado derivó en un mayor grado de profundidad del canal del crédito, reflejado en una suba de su relación al Producto. Así, el total de préstamos (pesos y moneda extranjera) a las empresas y las familias representó 15,7% del PIB a junio de 2013, lo cual implica un aumento de 1,1 p.p. respecto de un año atrás, y de más de 5 p.p. desde la recuperación iniciada a principios de 2010.

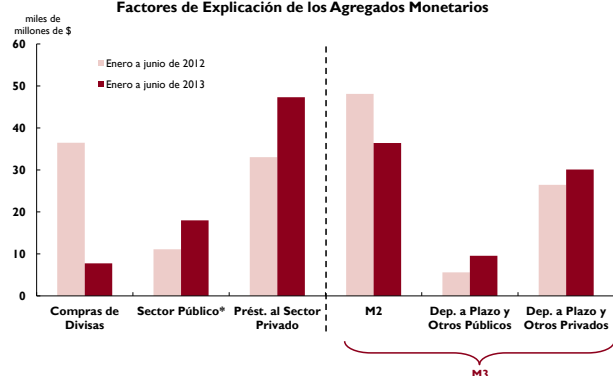
Como consecuencia de su aumento sostenido, el crédito ha sido el principal sostén del proceso de monetización de la economía. El agregado en pesos más amplio (M3) alcanzó en junio una variación de 31,8% i.a. y acumuló un alza de 10,5% (\$76.000 millones) en los primeros seis meses del año. La expansión de los préstamos explica en torno al 60% del incremento del M3 acumulado en lo que va de 2013. También contribuyeron a la expansión monetaria las operaciones del sector público y las compras de divisas del Banco Central.

Así, a poco más de un año de la reforma de la Carta Orgánica del BCRA los resultados alcanzados en materia de financiamiento al sector privado reivindican la importancia de haber recuperado las herramientas de política monetaria y financiera que habían estado vigentes por casi medio siglo.

Las perspectivas de expansión del Producto en el futuro dependerán de las posibilidades de continuar estimulando la inversión productiva y el consumo interno en un contexto internacional más adverso.

**Gráfico 1.19**

**Factores de Explicación de los Agregados Monetarios**



## 2 Contexto Internacional

En lo que va del año, el escenario internacional resultó más adverso que lo esperado en sus inicios. Los datos de crecimiento del primer trimestre del año y los indicadores adelantados de actividad dan cuenta de que las previsiones favorables de desempeño que se tenían tres meses atrás aún no encuentran soporte suficiente. La actividad global no pudo aún recuperar dinamismo al expandirse en torno al 2,2% interanual (i.a.; cerca de 0,7 puntos porcentuales —p.p.— por debajo del ritmo de igual período de 2012) y siguió afectada por la debilidad estructural que experimentan las economías desarrolladas. Esto afecta especialmente a Europa, mientras avanza en un lento proceso de desendeudamiento del sector privado y, en algunos casos, también de ajuste fiscal.

En este contexto, la política monetaria siguió siendo la principal herramienta para dinamizar la actividad de las economías avanzadas. Respecto de los Estados Unidos, a partir de mayo aumentaron las expectativas de que se inicie —antes de lo esperado por el mercado— un cronograma de retiro del estímulo monetario a través de inyecciones de liquidez por la compra de activos financieros. Ante este dato aumentó la volatilidad en los mercados financieros y se revirtió el ingreso de capitales en los mercados emergentes. Dicha reversión ocasionó presiones hacia la depreciación de las principales monedas de los países en desarrollo y caídas en los precios de los activos financieros (acciones y bonos gubernamentales). También se verificó cierto impacto sobre los precios de las materias primas.

Las economías en desarrollo siguieron enfrentando por las vías comercial y financiera las externalidades negativas que emanan asimétricamente de los países desarrollados. Esta situación confirma que el manejo de la política monetaria en las economías avanzadas constituye un factor determinante de los flujos de capitales globales. En este escenario, hasta el momento sólo se observaron mayores estímulos monetarios, con las excepciones de Brasil (que incluso avanzó en sentido opuesto) y de China (sin modificaciones relevantes en el período). Así, aumentaron las dudas sobre la capacidad de las economías de gran porte para sostener su dinámica de expansión, especialmente si persiste la volatilidad en los mercados financieros y la incertidumbre a nivel global.

En conclusión, la economía global evidenció un desempeño peor al proyectado en el anterior **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria**, lo que aumenta la incertidumbre en cuanto a las perspectivas para el resto del año.

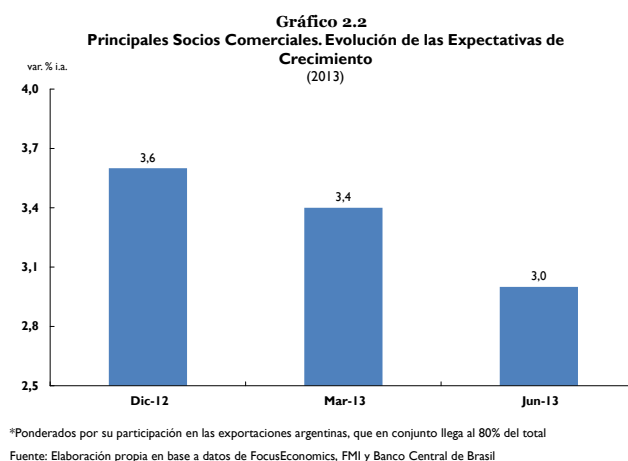
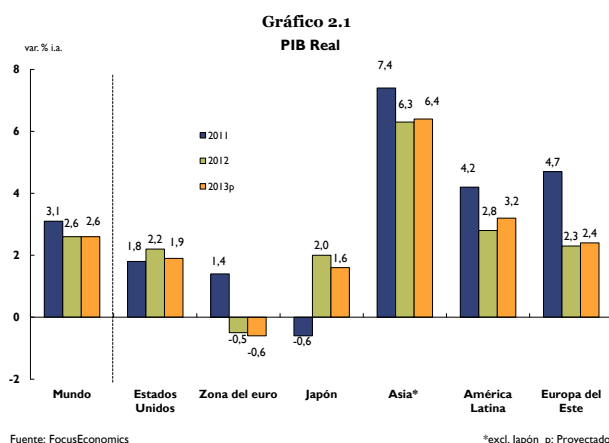
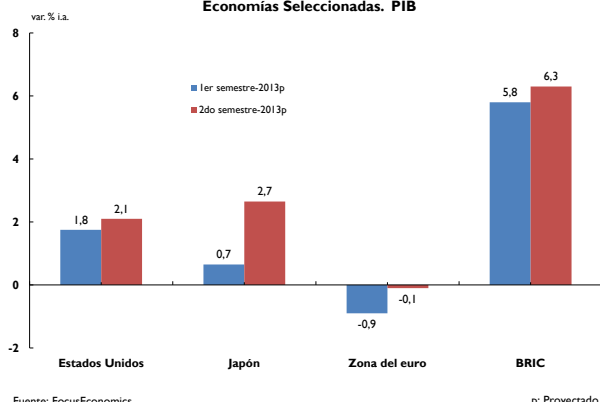


Gráfico 2.3  
Economías Seleccionadas. PIB



## 2.1 Economía Global

Durante el primer semestre de 2013, la economía global continuó exhibiendo un débil ritmo de expansión, con comportamientos heterogéneos entre las diversas regiones y sus decisiones económicas (ver Gráfico 2.3).

Las principales economías avanzadas muestran comportamientos disímiles. Mientras que la zona del euro continúa inmersa en una profunda y extensa crisis económica —en un contexto de ajuste fiscal—, en Japón se adoptaron medidas de estímulo sin precedentes que alientan las perspectivas de corto plazo. Por su parte, en los Estados Unidos el panorama de recuperación se mantiene estable. En este contexto, las autoridades norteamericanas manifestaron estar evaluando de qué modo articular adecuadamente los ajustes fiscales programados y el comienzo de la moderación en las inyecciones de liquidez asociadas a las compras de activos financieros sin poner en riesgo la actividad económica y la recuperación del mercado de trabajo.

En su conjunto, los países desarrollados continuaron con el lento proceso de reparación patrimonial y desendeudamiento del sector privado (desapalancamiento de familias y empresas) —fenómeno que seguiría limitando el crecimiento económico en los próximos años— (ver Gráfico 2.4). En este marco, el débil desempeño de los países avanzados siguió afectando la evolución de las principales economías emergentes y generó un deterioro general de las perspectivas del contexto internacional, especialmente entre estas últimas.

Por su parte, en las economías en desarrollo las políticas monetarias reflejaron una mayor preocupación por el crecimiento ante las menores presiones inflacionarias —con las excepciones de Brasil, que avanzó en sentido opuesto, y de China, que no hizo modificaciones relevantes en el período—. Si bien los fundamentos macroeconómicos de los principales países emergentes se encuentran significativamente fortalecidos en relación con décadas anteriores, aumentaron las dudas sobre la capacidad de las economías de gran porte —especialmente de China— para sostener elevados ritmos de crecimiento. En este sentido, será determinante el aprovechamiento adecuado de los espacios de política económica creados en los últimos años y el rol que

Gráfico 2.4

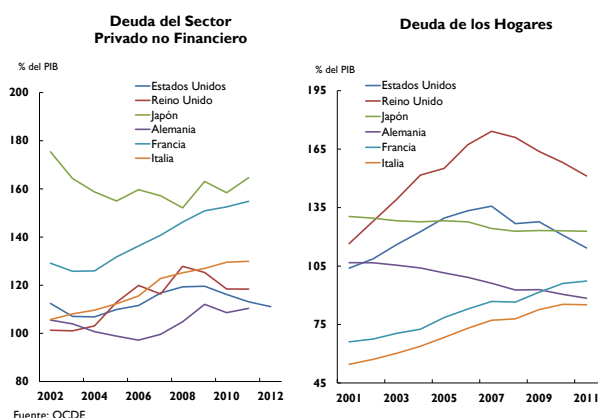
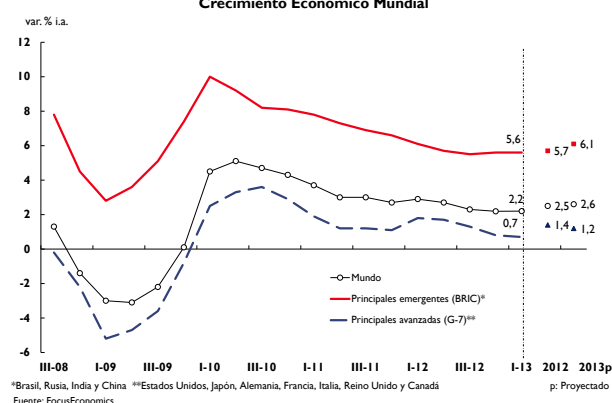
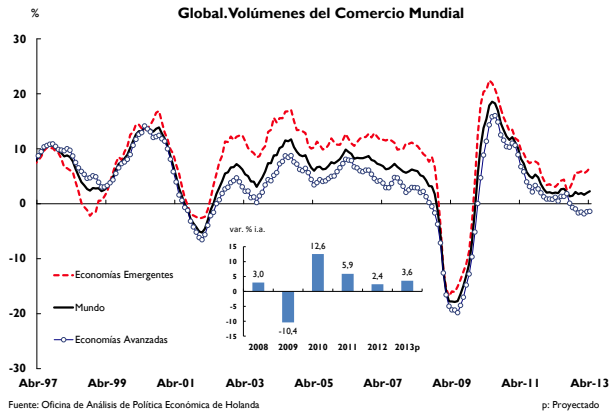


Gráfico 2.5  
Crecimiento Económico Mundial





**Gráfico 2.6**  
Global.Volúmenes del Comercio Mundial

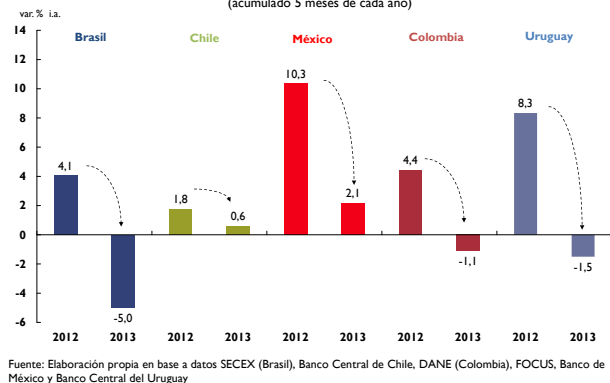


puede desarrollar la mayor interacción económica (comercial y financiera) entre las regiones en desarrollo.

De acuerdo a los datos del primer trimestre de 2013 los países emergentes de mayor gravitación continuaron registrando un menor dinamismo que en el pasado (5,6% interanual —i.a.—), significativamente inferior al que se verificaba con anterioridad a la profundización de la crisis financiera internacional de 2008. En tanto, el conjunto de las principales naciones desarrolladas siguieron creciendo a tasas muy bajas (0,7% i.a.). De este modo, la economía global se expandió 2,2% i.a (ver Gráfico 2.5).

También las transacciones comerciales internacionales se debilitaron y exhibieron una evolución contrastante entre los países avanzados y los emergentes (ver Gráfico 2.6). En las naciones en desarrollo aumentaron los volúmenes comercializados por Asia emergente y África, a diferencia de la merma observada en América latina. En particular, en los países de esta región continuó verificándose una tendencia declinante en las exportaciones de bienes manufacturados (ver Gráfico 2.7).

**Gráfico 2.7**  
Exportaciones de Bienes Manufacturados  
(acumulado 5 meses de cada año)

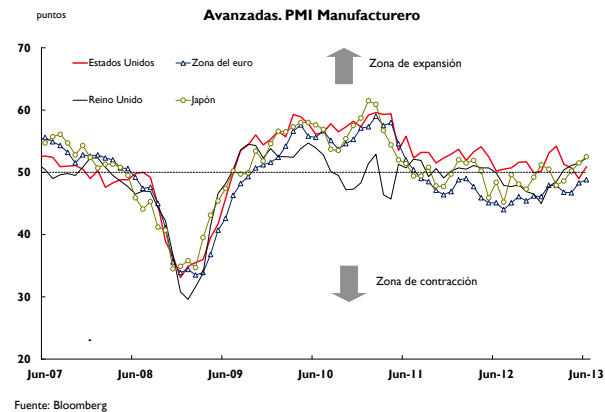


Tanto el comercio internacional, como la producción industrial y el *Purchasing Managers Index* (PMI) manufacturero —que indica la evolución de las expectativas de los gerentes de compras— sugieren un débil desempeño (ver gráficos 2.8 y 2.9). En este contexto de frágil desempeño del mundo avanzado, la capacidad de los países emergentes —sobre todo de China— de sostener un elevado ritmo de expansión económica constituye un factor gravitante para el comportamiento de la actividad económica global.

De hecho los pronósticos de crecimiento para este año se modificaron nuevamente a la baja para la zona del euro, permaneciendo relativamente estables en los Estados Unidos y en el Reino Unido. En tanto, se revisaron al alza las proyecciones para Japón (ver gráfico 2.10). Por su parte, disminuyeron las perspectivas de incremento del Producto durante 2013 en las principales economías emergentes, que de todos modos mantendrían un mayor dinamismo en su tasa de expansión en relación a las avanzadas (ver gráfico 2.11).

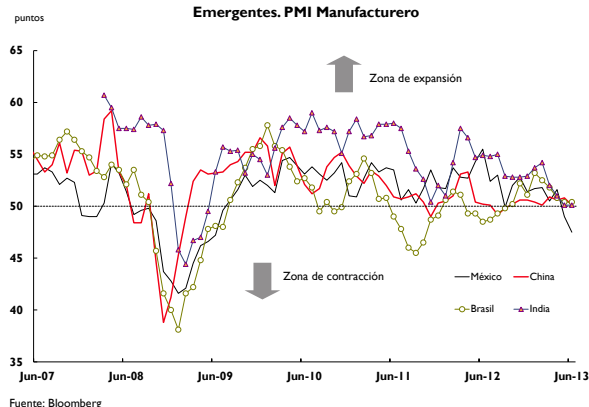
A partir de mayo resultó destacable el impacto que tuvo sobre los mercados financieros y cambiarios la perspectiva del retiro del estímulo monetario esta-

**Gráfico 2.8**  
Avanzadas. PMI Manufacturero

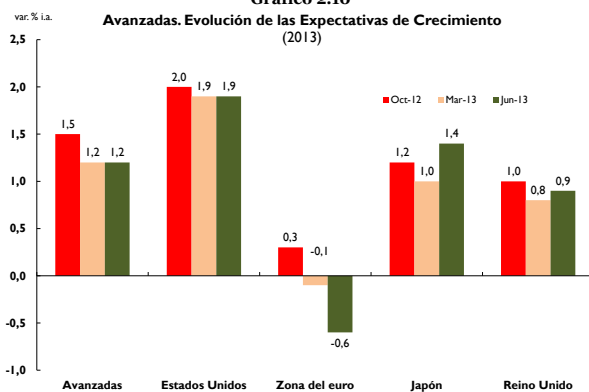




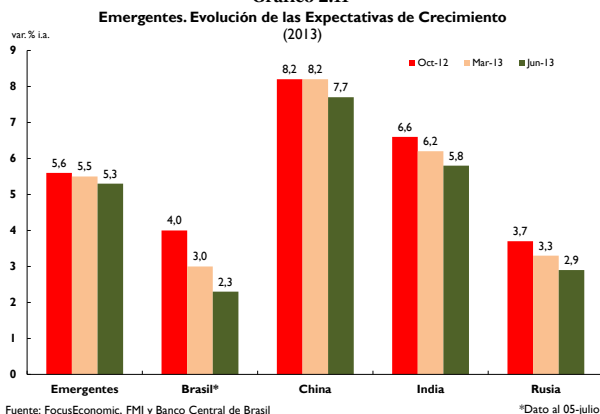
**Gráfico 2.9**  
Emergentes. PMI Manufacturero



**Gráfico 2.10**



**Gráfico 2.11**



dounidense (ver Apartado 1). Esto generó un cambio en la composición de las carteras, en particular las de los fondos de inversión, incrementando la demanda de bonos de los Estados Unidos en detrimento de otros activos de países en desarrollo (como acciones, bonos gubernamentales y algunos *commodities*). Como consecuencia se verificó una depreciación generalizada de las monedas emergentes dada la reversión de los flujos de capitales de corto plazo, en simultáneo con la suba de los rendimientos de largo plazo de los títulos del Tesoro norteamericano (ver gráfico 2.12 y Apartado 1).

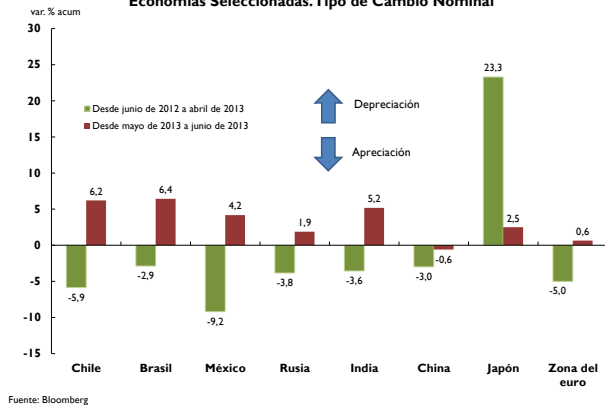
En el segundo trimestre del año las cotizaciones internacionales de los *commodities* continuaron con su tendencia bajista. En el caso de los alimentos la retracción respondió básicamente a la mayor oferta sudamericana sumada a las perspectivas favorables para la campaña 2013/14 a nivel global. En tanto, en el caso de los metales y minerales y la energía, el declive se asoció al magro desempeño económico global, especialmente al manufacturero.

Por su parte, las depreciaciones de las monedas emergentes presionan al alza los precios internos, aunque los riesgos inflacionarios en estas economías son bajos considerando que se parte de reducidas tasas de inflación, con un débil crecimiento económico mundial y una tendencia bajista de las cotizaciones de las materias primas.

En resumen, el contexto internacional exhibió un comportamiento peor al previsto en el anterior **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria**, observándose una mayor incertidumbre en cuanto a las perspectivas para el resto del año. Si bien disminuyó la probabilidad de ocurrencia de riesgos extremos de perturbaciones sobre la economía mundial, continúan preocupando la fragilidad de la actividad en la zona del euro y el impacto negativo sobre el crecimiento de los ajustes fiscales en marcha en las diversas naciones avanzadas. En este escenario, resultará determinante la capacidad de los países emergentes de gran porte —sobre todo de China— de sostener un elevado ritmo de expansión económica, particularmente si persiste el contexto de mayor volatilidad financiera e incertidumbre.

Dado que aún no se observa un proceso de recuperación sólida en el crecimiento ni en el empleo del conjunto de los países avanzados, y considerando

**Gráfico 2.12**  
Economías Seleccionadas. Tipo de Cambio Nominal



que recientemente se evidenciaron ciertas vulnerabilidades en los países emergentes, la economía global podría enfrentar un escenario inédito de bajo crecimiento tanto en los países avanzados como en los emergentes. Si el anuncio y la implementación de las estrategias de salida de las políticas monetarias expansivas de los países desarrollados se efectivizan sin haber garantizado un sendero de crecimiento estable, la economía internacional podría quedar sin locomotoras relevantes.

## 2.2 Principales Socios Comerciales

En lo que va del 2013 los principales socios comerciales de la Argentina mostraron comportamientos mixtos en términos de actividad económica, aunque tiende a predominar un sesgo a la desaceleración. En este contexto, las proyecciones de crecimiento para el conjunto de estas economías fueron revisadas a la baja (ver Gráfico 2.2).

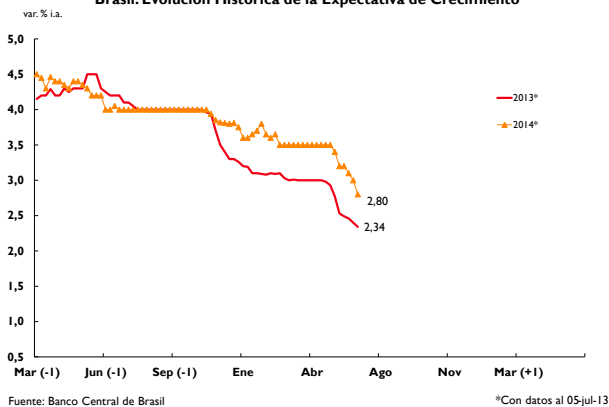
### Brasil

El débil desempeño de la actividad en Brasil incrementó la incertidumbre respecto del crecimiento esperado para el año en curso. Durante el primer trimestre de 2013 la economía se expandió 1,9% i.a., confirmando cierta aceleración respecto de los trimestres previos, aunque por debajo de las proyecciones decrecientes de los analistas de mercado (ver Gráfico 2.13). Para el resto del año se espera que la economía exhiba una suba en torno a 2,3% i.a., impulsada por la Inversión y el Consumo, en tanto que el sector externo continuará contribuyendo negativamente.

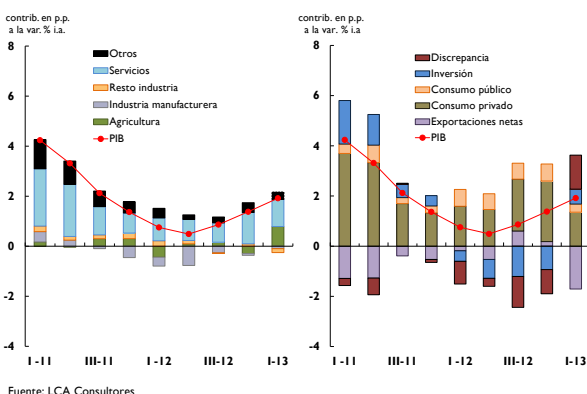
Durante el primer trimestre de 2013, desde la perspectiva de la oferta agregada, el sector servicios fue el principal impulsor del crecimiento interanual del PIB, en tanto la industria manufacturera continuó su tendencia contractiva. Cabe destacar el buen desempeño del sector agrícola. Dicho sector mostró una fuerte suba, aportando 1,1 p.p al alza de la economía de Brasil. Este hecho indica una mejora sustancial respecto al primer trimestre del año 2012, en el cual la producción del sector agrícola se había visto afectada por las malas condiciones climáticas que impactaron sobre la cosecha (ver Gráfico 2.14).

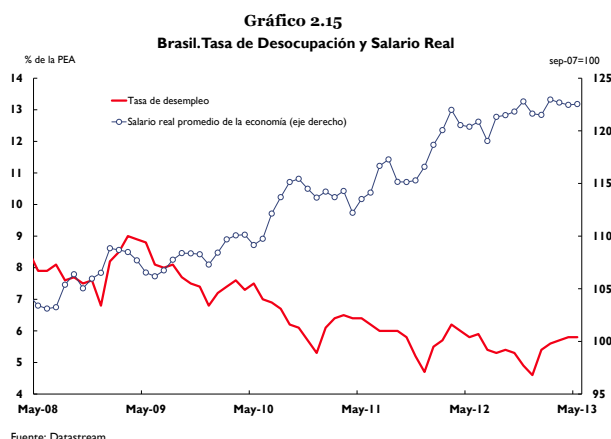
Por el lado de la demanda agregada, el Consumo privado continua siendo el principal motor del crecimiento, con un aporte durante el primer trimes-

**Gráfico 2.13**  
Brasil. Evolución Histórica de la Expectativa de Crecimiento



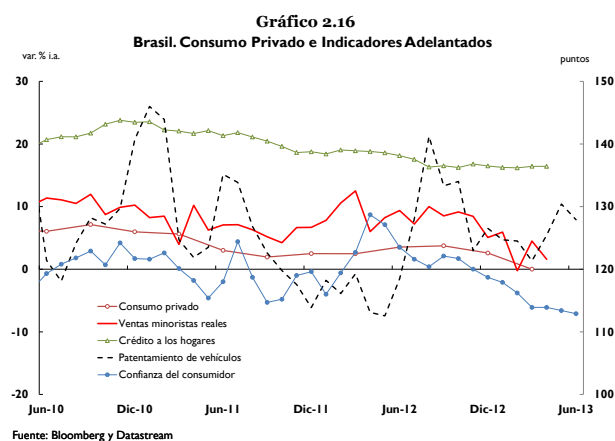
**Gráfico 2.14**  
Brasil. PIB Contribución por Componentes





tre de 1,4 puntos porcentuales (p.p.) a la expansión interanual del PIB; esta contribución fue la más baja desde el primer trimestre de 2009, lo que tiende a sugerir un menor dinamismo del gasto de las familias en 2013. Por su parte, la Inversión y, en menor medida, el Consumo Público contribuyeron positivamente en 0,6 p.p. y 0,3 p.p., respectivamente.

El aumento del Consumo de los hogares se explica por el mantenimiento de condiciones sólidas en el mercado de trabajo —la Tasa de desempleo de Brasil se ubicó en mayo en 5,8%, mientras que el salario real se mantuvo en niveles similares a los de los meses previos, en un marco de estabilidad de la expansión del crédito a los hogares (ver Gráfico 2.15). No obstante, la reducción en el ritmo de creación de empleo —la generación de nuevos puestos de trabajo pasó de 3,1% i.a. en diciembre de 2012 a 0,1% i.a. en mayo de 2013— conjuntamente con la moderación del crecimiento del crédito bancario están debilitando el desempeño del Consumo privado. La desaceleración de la expansión del gasto de las familias se mantendría a lo largo de 2013, lo que ya se refleja en un menor dinamismo de las ventas minoristas reales y en la trayectoria de la confianza del consumidor (ver Gráfico 2.16).

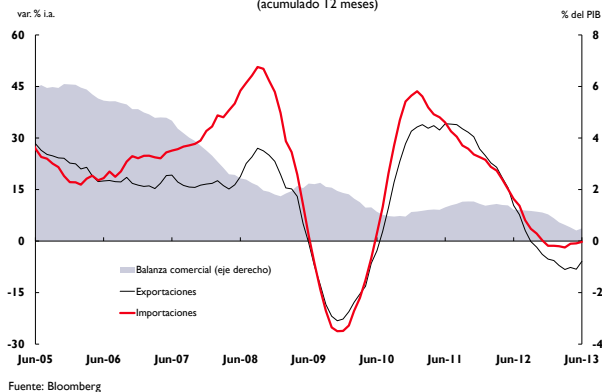


Algunas estimaciones privadas anticipan un menor ritmo de adquisición de bienes durables, particularmente de vehículos. De hecho, algunos analistas del mercado prevén para el segundo semestre de 2013 una disminución interanual de los patentamientos que contrastaría con la suba de 9% i.a. evidenciada entre enero y mayo pasados<sup>3</sup>. Ante el escenario de debilitamiento de la demanda de bienes durables, recientemente el gobierno anunció un plan de estímulo al crédito para la compra de muebles, electrodomésticos y artículos electrónicos en el marco del programa *Minha Casa Melhor* (aproximadamente 0,4% del PIB) que beneficiaría a cerca de 3,7 millones de familias en los próximos 12 meses. Esta medida se suma a la extensión que se dispuso anteriormente de la rebaja hasta fin de 2013 del Impuesto a los Productos Industrializados.

Como se mencionó previamente, la Inversión mostró un buen desempeño, tras sucesivos trimestres de caídas. El mayor dinamismo del rubro se inició en el cuarto trimestre de 2012 y se acentuó en el primer trimestre del año actual, influida por una fuerte suba de la producción de camiones y por los créditos subsidiados del Banco Nacional de Desa-

<sup>3</sup> Para mayor detalle, ver Sección 3.

**Gráfico 2.17**  
Brasil. Balanza Comercial  
(acumulado 12 meses)

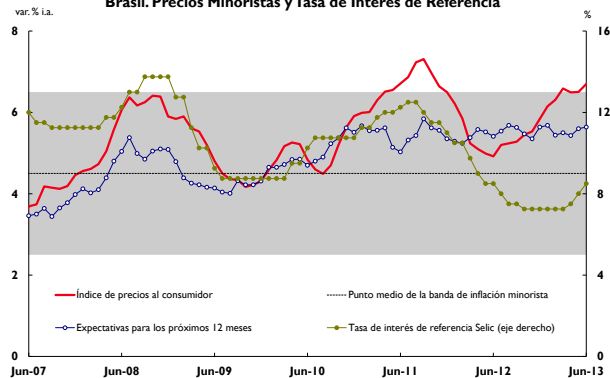


Fuente: Bloomberg

rollo (BNDES) para la compra de bienes de capital. La producción de camiones se está recuperando de la fuerte caída observada en 2012 debido a la introducción de modelos más caros que cumplen con las regulaciones ambientales más estrictas (Euro 5). Asimismo, la suba de la producción agrícola está incentivando la demanda de camiones por cuestiones logísticas. En los primeros meses de 2013, el BNDES prestó 12% más que durante igual período del año previo, representando el stock de créditos al sector privado un monto cercano a 3,5% del PIB. Los préstamos productivos desaceleraron su ritmo de crecimiento desde inicios de 2012, estabilizándose la tasa de suba en lo que va del 2013. Más allá de esta desaceleración relativa, se estima que continuarán avanzando las obras de infraestructura programadas y los proyectos asociados al mundial de fútbol 2014 y a los juegos olímpicos en 2016, por lo que se prevé un repunte del gasto de capital durante el resto de 2013.

En cuanto a la evolución del comercio exterior, en el primer semestre de 2013 se observó una contracción de las exportaciones<sup>4</sup> (-2% i.a.), en tanto que las importaciones crecieron 7% i.a.. Esta situación produjo una reducción del superávit comercial que en los últimos 12 meses acumuló aproximadamente US\$9.400 millones, en torno a 0,5% del Producto, cerca del menor nivel desde 2002 (ver Gráfico 2.17). Por su parte, el débil resultado comercial incrementó el déficit de Cuenta corriente (3% del PIB en los últimos 12 meses).

**Gráfico 2.18**  
Brasil. Precios Minoristas y Tasa de Interés de Referencia



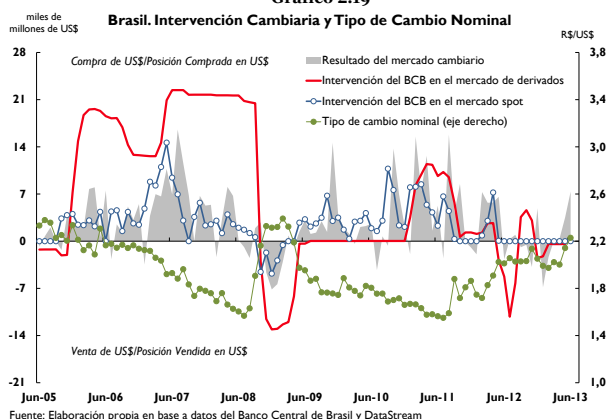
Fuente: Bloomberg

La inflación minorista siguió ocupando un espacio central en la agenda del gobierno de Brasil, con un valor para el mes de junio del 6,7% i.a., por encima del límite superior del rango establecido por el Banco Central de Brasil (BCB; 4,5%  $\pm$  2 p.p.). El incremento interanual de los precios se debió básicamente a la trayectoria de las cotizaciones de los alimentos y las bebidas.

El BCB destacó que, pese a ciertos signos de moderación, la dinámica salarial continúa originando presiones inflacionarias sobre los costos. Asimismo, reconoció una mayor volatilidad y tendencia a la apreciación del dólar estadounidense. En lo que va de 2013 la moneda brasileña se depreció aproximadamente 10% en términos nominales frente al dólar estadounidense (12% i.a.). La evolución del

<sup>4</sup> El rápido deterioro reciente del balance comercial brasileño se explicó mayormente a partir de la evolución del petróleo, en la medida que el déficit del combustible aumentó de US\$3.315 millones en los primeros cinco meses de 2012 a US\$12.340 millones en igual período de 2013. En los primeros meses de 2013 se registraron "estadísticamente" US\$4.500 millones de importaciones de petróleo que en realidad ocurrieron en 2012. De acuerdo al gobierno, no quedaron pendientes imputaciones del 2012 para ser realizada en lo que queda del año, por lo que debería observarse una mejora del saldo comercial en los próximos meses.

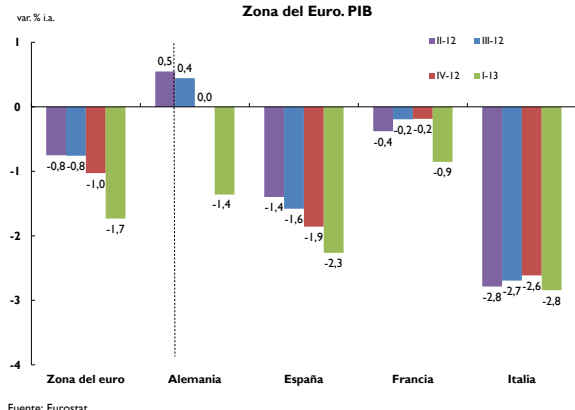
Gráfico 2.19



tipo de cambio mostró un sendero hacia la apreciación hasta el mes de abril, para luego exhibir un comportamiento opuesto, ante la perspectiva de retiro de estímulo monetario en los Estados Unidos —con la consecuente disminución de los ingresos de capitales— y las débiles señales asociadas a la actividad doméstica.

Además, el Comité de Política Monetaria (COPOM) del BCB decidió incrementar el objetivo de tasa de interés de referencia del Sistema Especial de Liquidación y Custodia (SELIC) en 0,5 p.p. a 8,5%, por tercera vez consecutiva en el año (ver Gráfico 2.18). Según el organismo, la inflación prevista en los próximos 12 meses aún muestra una tendencia creciente, y el balance de riesgos inflacionarios sigue siendo desfavorable.

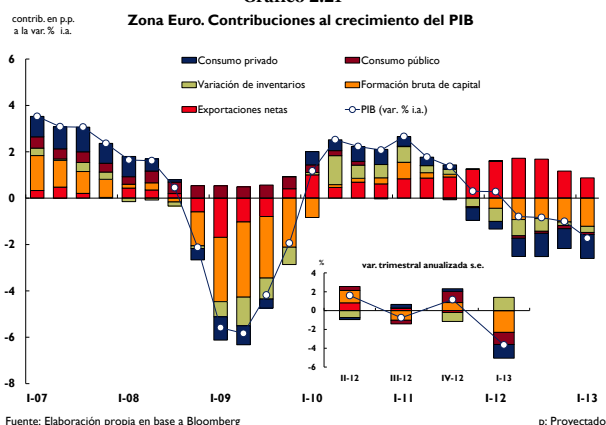
En este contexto, el gobierno tras desgravar la canasta básica de consumo, anunció la eliminación a partir del 1 de junio de un impuesto a las tarifas del transporte público.

Gráfico 2.20  
Zona del Euro. PIB

En un contexto de disminución de los ingresos de capitales, el gobierno también anunció la eliminación del Impuesto sobre las transacciones financieras (IOF, según sus iniciales en portugués) para los activos de renta fija y sobre los incrementos de las posiciones vendidas en moneda extranjera por parte de las entidades financieras. Asimismo, se decidió pasar a cero el encaje del 60% que existía para las posiciones cortas en dólares de las entidades bancarias por encima de los US\$3.000 millones. En tanto el BCB volvió a intervenir en el mercado de derivados de cambio para contener la depreciación excesiva de la moneda (ver Gráfico 2.19).

En el plano fiscal, con el objetivo de compensar el costo de los estímulos impositivos y alcanzar la meta de superávit primario consolidado de 2,3% del PIB para 2013, el gobierno anunció un nuevo recorte en los gastos corrientes por R\$28.000 millones (unos US\$13.000 millones; 0,6% del PIB de 2013).

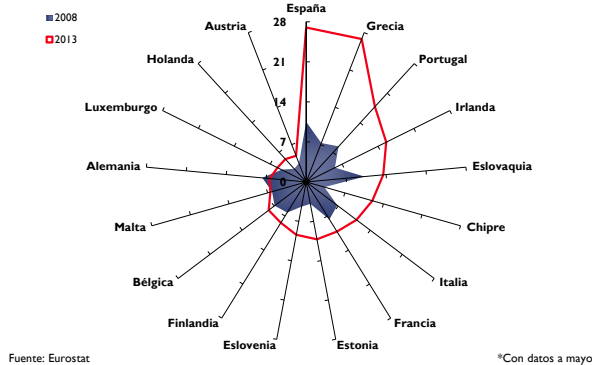
Gráfico 2.21



## Zona del euro

La zona del euro siguió evidenciando un importante deterioro de la actividad económica. Los datos del primer trimestre de 2013 confirmaron que la región se mantuvo en recesión, con una merma del PIB de 1,7% i.a. (ver Gráficos 2.20 y 2.21). Si se materializa el recorte previsto de la caída en los próximos trimestres, la economía de la zona euro mostraría una variación de -0,6% en 2013. El Producto

**Gráfico 2.22**  
Zona del Euro. Tasa de Desempleo\*



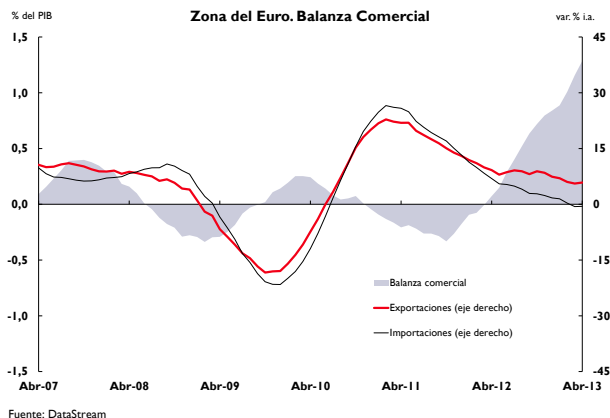
Fuente: Eurostat

\*Con datos a mayo

de Alemania (que representa el 28% del PIB de la región) registró una baja de 0,2% i.a., cayendo por primera vez desde el cuarto trimestre de 2009, con una variación trimestral sin estacionalidad nula en el primer trimestre del año. En tanto, Francia, España e Italia siguieron mostrando contracciones de mayor magnitud.

El débil desempeño económico también se vio reflejado en el mercado de trabajo. En efecto, la Tasa de desocupación continuó en aumento, ubicándose en mayo de 2013 en 12,2%. Dentro del bloque se mantuvo la dispersión en las tasas de desempleo, con economías como Alemania que registraron cifras en torno a 5,4%, mientras en otros países, como España, Grecia, Italia y Portugal, el desempleo permanece en niveles significativamente elevados. Se destacan los casos de Grecia y España, cuyas tasas se ubican en niveles máximos superiores al 26% (ver Gráfico 2.22).

**Gráfico 2.23**  
Zona del Euro. Balanza Comercial

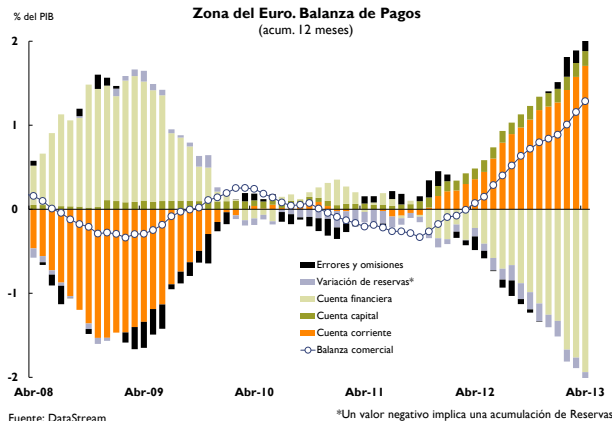


Fuente: DataStream

Las frágiles condiciones laborales y el continuo desapalancamiento del sector privado desalientan el gasto de las familias y de las empresas, que tampoco se ve favorecido por la evolución del mercado de créditos. Además, diversos países de la región continúan con sus medidas de ajuste fiscal. Por su parte, la demanda externa compensa sólo parcialmente el magro desempeño del gasto interno del conjunto de la región.

Si bien las exportaciones continuaron perdiendo dinamismo, todavía crecen con respecto al año anterior. En tanto las importaciones se desaceleraron aún más que las ventas externas, alcanzando variaciones negativas en el acumulado de los últimos 12 meses al mes de abril. De esta manera, el saldo comercial de la zona continuó creciendo marcadamente, alcanzando un máximo de 1,3% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses a abril de 2013 (ver Gráfico 2.23).

**Gráfico 2.24**  
Zona del Euro. Balanza de Pagos  
(acum. 12 meses)



Fuente: DataStream

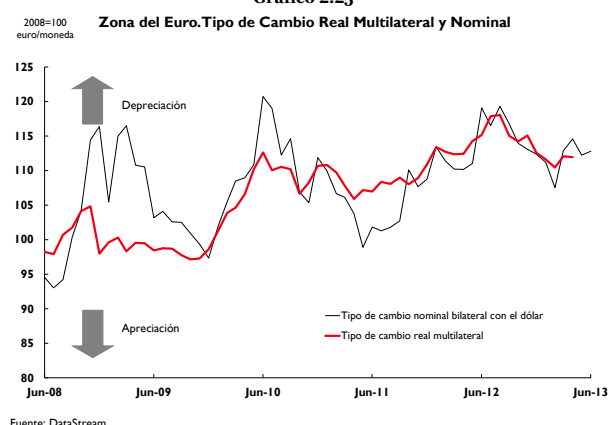
\*Un valor negativo implica una acumulación de Reservas

El creciente superávit comercial contribuyó a una mejora del saldo positivo de la Cuenta corriente (1,7% del PIB en el acumulado de 12 meses a abril), que se combinó con una continua expansión del déficit de Cuenta capital y financiera (principalmente inversiones de portafolio; ver Gráfico 2.24).

La trayectoria del euro respecto del dólar estadounidense, tras exhibir una apreciación a mediados de 2012 —reflejo de la menor incertidumbre alcanzada en la región en términos de fragilidad finan-



Gráfico 2.25



ciera—, se mantuvo relativamente estable en torno a los niveles alcanzados a partir del último trimestre del año pasado. Por su parte, el tipo de cambio real multilateral mostró una evolución similar, aunque con un rango de variación más acotado (ver Gráfico 2.25).

Durante junio, los precios minoristas incrementaron su tasa de expansión hasta 1,6% i.a., permaneciendo por debajo de la meta del Banco Central Europeo (BCE; 2%) por sexto mes consecutivo (ver Gráfico 2.26).

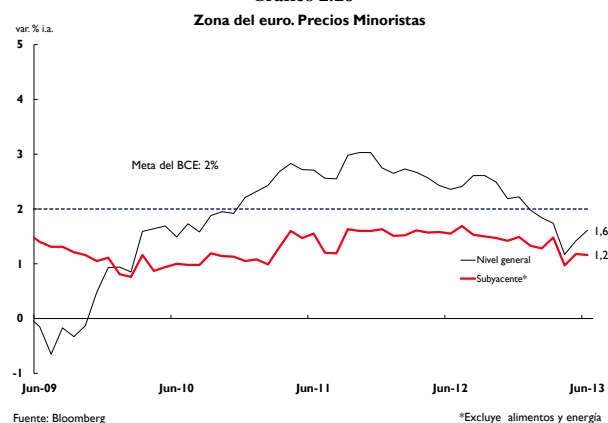
En este contexto, el BCE decidió a principios de mayo y en línea con lo esperado por el mercado, reducir su tasa de interés de referencia en 0,25 p.p., hasta 0,5%, su mínimo valor histórico y constituyendo el primer recorte de la tasa desde julio de 2012<sup>5</sup>. En tanto, la autoridad monetaria confirmó que se están debatiendo los costos y beneficios potenciales de determinar tasas de interés nominales negativas para los depósitos para desincentivar la acumulación de liquidez del sistema financiero en el BCE y estimular el otorgamiento de crédito al sector privado<sup>6</sup>.

Con ese mismo fin, la autoridad monetaria de la región, junto con el Banco de Inversión Europeo (EIB, por sus siglas en inglés), puso en marcha un plan para desarrollar un mercado de activos respaldados para proveer liquidez a las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs).

En tanto, las autoridades europeas avanzaron con la propuesta del esquema de resolución de crisis bancarias. El plan entraría en vigencia a partir de 2018, con un sistema de estricta condicionalidad, en el cual los accionistas y acreedores de instrumentos no garantizados encabezarían el orden de preferencia para asumir eventuales pérdidas, seguidos por los depósitos no garantizados.

Desde el punto de vista fiscal, tras haber registrado un déficit financiero de 3,3% del PIB en 2012, la continuidad de los planes de ajuste de las finanzas públicas permitió una nueva reducción del déficit en lo que va de 2013. Recientemente, la Comisión Europea concedió un plazo de dos años adicionales a Francia, Holanda, Polonia, Portugal, Eslovenia y España para que puedan cumplir con los objetivos

Gráfico 2.26

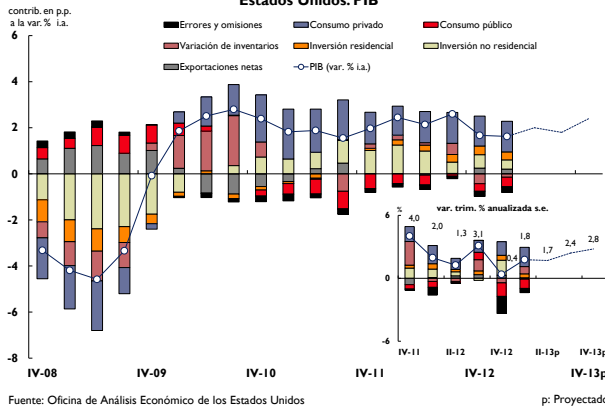


<sup>5</sup> Cabe mencionar que a la fecha, ningún país solicitó acceso a los mecanismos de compra de bonos soberanos por parte del BCE.

<sup>6</sup> Al respecto, cabe destacar el antecedente de la experiencia realizada en Dinamarca durante 2012 relacionada con la determinación de tasas de interés nominales negativas con las cuales se logró incentivar el crédito bancario al sector privado.



**Gráfico 2.27**  
**Estados Unidos. PIB**



comunitarios de reducción de sus déficits presupuestarios, al tiempo que los incentivó para que apliquen reestructuraciones y controles al gasto público. En tanto, se siguió observando un comportamiento heterogéneo, con las economías más vulnerables mostrando déficits, en promedio, 3,6 p.p. del Producto superiores al de la región.

## Estados Unidos

En el primer trimestre de 2013, la economía estadounidense continuó creciendo a un ritmo moderado y estable, al registrar una suba de 1,6% i.a., similar al verificado en el último trimestre de 2012. Esta dinámica estuvo explicada, fundamentalmente, por un mayor aporte del Consumo privado y de la Inversión, en particular la residencial (ver Gráfico 2.27). Para 2013 se proyecta un incremento del Producto similar al de 2012 (cercano a 2% i.a.).

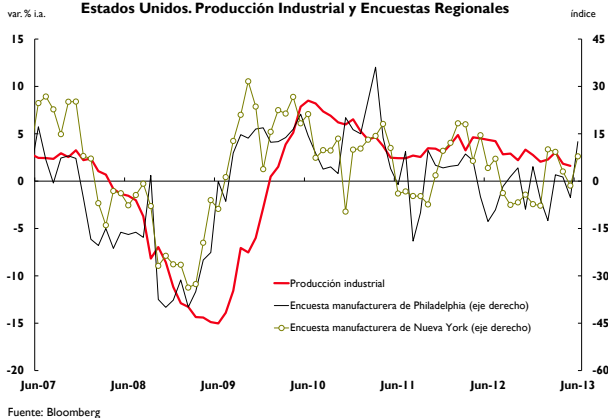
La actividad industrial se mantuvo relativamente estable en su ritmo de crecimiento en los primeros meses del año, aunque evidenció una leve desaceleración en el margen, alcanzando un incremento de 1,6% i.a. en mayo. Los indicadores adelantados del sector mostraron un repunte de las perspectivas en relación a los dos meses anteriores, lo que augura cierto dinamismo del sector industrial en el corto plazo (ver Gráfico 2.28).

La expansión de la actividad económica se vio reflejada en una mejora de los indicadores del mercado de trabajo. Así, la tasa de desempleo alcanzó 7,6% en junio, 0,6 p.p. por debajo del registro de igual período del año previo (ver Gráfico 2.29). Esta dinámica se explicó por un aumento del número de empleados de 1.639.000 personas en relación a abril del año anterior, que fue parcialmente compensado por la suba de la Población Económicamente Activa (PEA) de 704.000 personas. Por otro lado, se mantuvo el sólido crecimiento de las nóminas salariales no agrícolas.

Si bien el mercado de trabajo continúa significativamente debilitado en perspectiva histórica, la reciente recuperación explicó —junto con el mayor dinamismo del crédito bancario al sector privado— parte del desempeño favorable del Consumo privado. De todos modos, siguió pesando sobre el Consumo el lento proceso de desapalancamiento de los hogares (disminución del endeudamiento en rela-

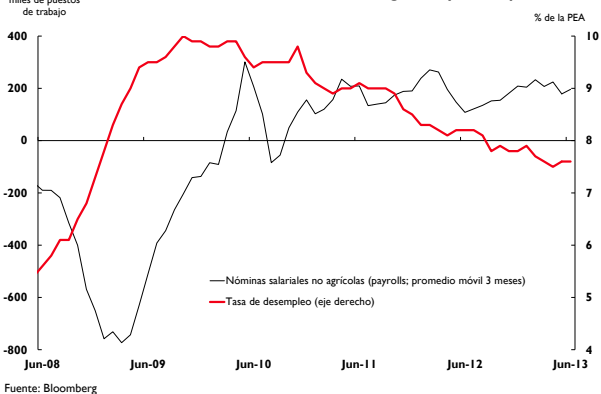
**Gráfico 2.28**

**Estados Unidos. Producción Industrial y Encuestas Regionales**

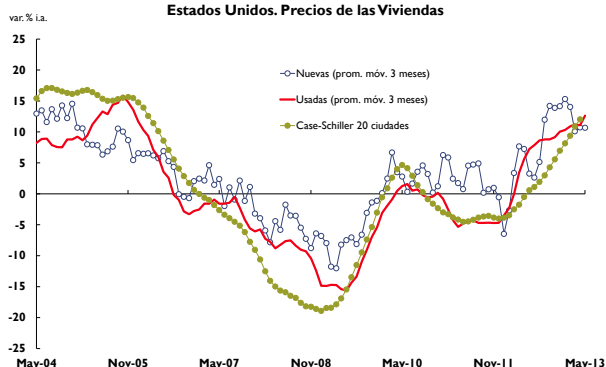


**Gráfico 2.29**

**Estados Unidos. Nóminas Salariales no Agrícolas y Desempleo**



**Gráfico 2.30**  
Estados Unidos. Precios de las Viviendas



\*Mide la variación de precios de los inmuebles en 20 áreas metropolitanas

Fuente: Elaboración propia en base a datos de DataStream

ción al ingreso) iniciado a partir de la crisis financiera y el efecto negativo sobre el ingreso disponible de las familias generado por las subas impositivas dispuestas en el marco del ajuste fiscal que comenzó a implementarse a inicios de 2013.

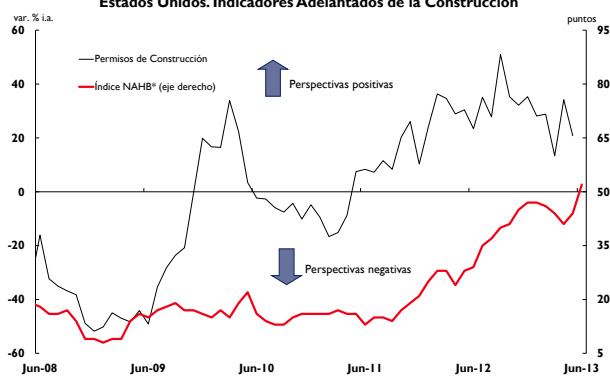
El gasto de las familias se vio también apuntalado por la mejora patrimonial, producto del aumento de los precios de las viviendas. En este sentido, el índice Case-Schiller<sup>7</sup> subió 12,0% i.a. en abril, alcanzando su mayor ritmo de incremento desde agosto de 2009 (ver Gráfico 2.30). Los indicadores adelantados señalan que el sector de la construcción inmobiliaria mantendría su mejora. En esta línea, el índice de confianza de los constructores de viviendas de casas de familia con cobertura nacional, elaborado por la National Association of Home Builders (NAHB), se situó en junio 8 puntos por encima de la lectura de igual período del año previo, superando el límite de 50 puntos (por encima del cual las perspectivas se tornan positivas) por primera vez desde abril de 2006. Por su parte, los permisos de construcción mantuvieron un elevado ritmo de crecimiento en el margen (ver Gráfico 2.31).

De este modo, la Inversión residencial lideraría el crecimiento del gasto de capital, al tiempo que los gastos en equipamiento y software seguirían mostrando expansiones contenidas en la medida en que las empresas mantengan cierta cautela asociada a las perspectivas de expansión de la demanda agregada.

En cuanto al sector externo de la economía, las exportaciones continuaron desacelerando su ritmo de expansión, registrando una suba en mayo de 2,7 % i.a. en el acumulado de 12 meses, al tiempo que las importaciones se mantuvieron en el mismo nivel que en igual período del año previo. La pérdida de dinamismo de las compras externas estadounidenses se explica en gran medida por menores importaciones de petróleo, dado el auge de la extracción no convencional de crudo (*shale oil*). Esta tendencia del comercio exterior permitió reducir el déficit de la balanza comercial, que representó 3,2% del PIB en el acumulado de 12 meses (ver Gráfico 2.32).

En los meses recientes se mantuvo la desaceleración del ritmo de crecimiento de los precios mien-

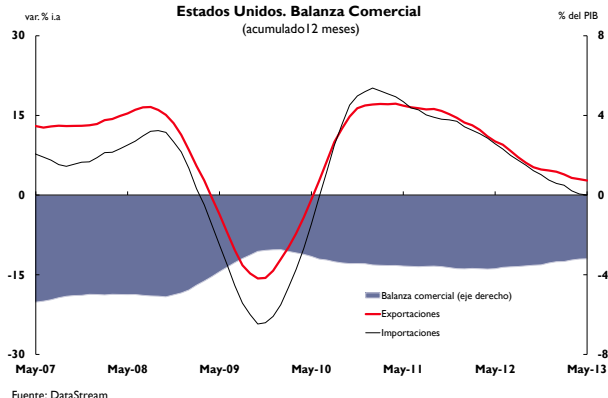
**Gráfico 2.31**  
Estados Unidos. Indicadores Adelantados de la Construcción



Fuente: Bloomberg

\*National Association of Home Builders

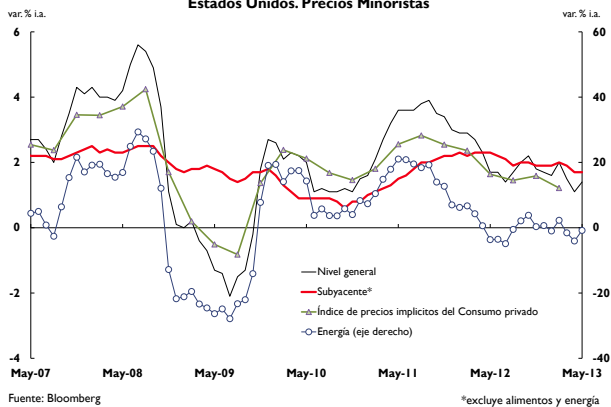
**Gráfico 2.32**  
Estados Unidos. Balanza Comercial  
(acumulado 12 meses)



Fuente: DataStream

<sup>7</sup> Índice que mide la variación de los precios de los inmuebles en 20 áreas metropolitanas.

**Gráfico 2.33**  
Estados Unidos. Precios Minoristas

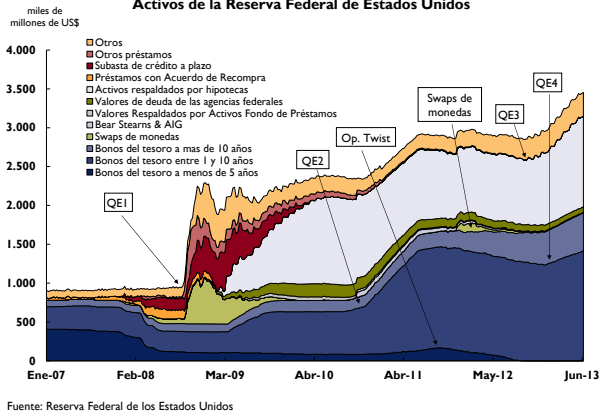


tras que las expectativas inflacionarias no sufrieron grandes cambios (ver Gráfico 2.33).

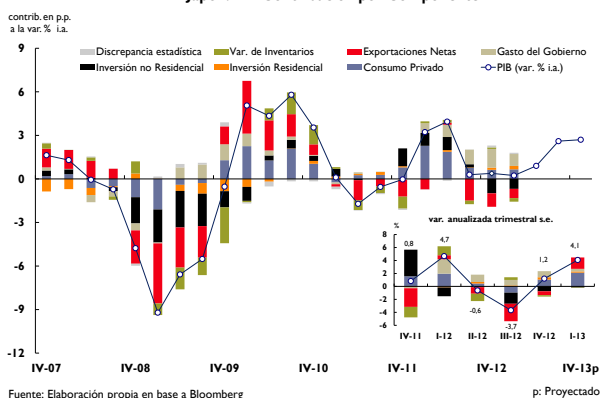
En un marco de estabilidad de la inflación y de mejora en los indicadores de actividad y en las condiciones del mercado de trabajo, se intensificaron las discusiones acerca de los costos de los programas de expansión del patrimonio de la autoridad monetaria estadounidense, lo que aumentó la probabilidad del retiro de los estímulos monetarios —en un cronograma más acelerado del que preveían los analistas del mercado— (ver Gráfico 2.34). De acuerdo con los trascendidos, hacia fines de 2013 comenzaría a verificarse una reducción del ritmo de compras de activos por parte de la Reserva Federal, previéndose la finalización del programa a mediados del año próximo. En tanto, la tasa de interés de referencia para la política monetaria no mostraría incrementos hasta el año 2015. Asimismo se aprobó la implementación de medidas para el sector financiero en el marco de Basilea III<sup>8</sup>.

En materia fiscal, ante la mejora sostenida registrada en los ingresos —producto de la implementación de diferentes subas de impuestos y el mayor dinamismo de la actividad económica— y los menores gastos, la Oficina de Presupuesto del Congreso de los Estados Unidos redujo en mayo su estimación de déficit fiscal para el año fiscal en curso, que finaliza en septiembre de 2013, en U\$S200.000 millones (-1,3 p.p. del PIB). Cabe destacar que el saldo negativo del sector público representaría aproximadamente 4% del Producto.

**Gráfico 2.34**  
Activos de la Reserva Federal de Estados Unidos



**Gráfico 2.35**  
Japón. PIB Contribución por Componente



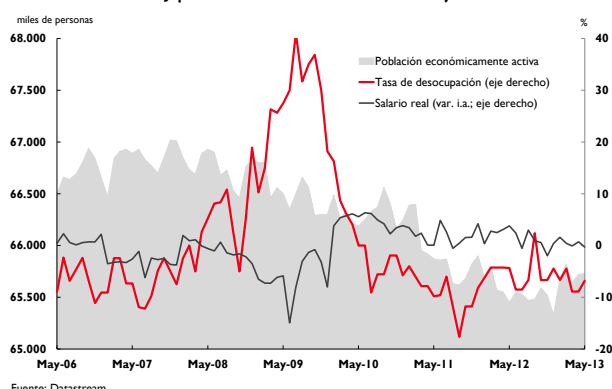
## Japón

En el marco de un notable paquete de estímulos fiscal, monetario y financiero, aplicado desde inicios de 2013, la economía de Japón (la tercera más grande del mundo) mostró un mayor dinamismo en relación al año anterior.

En los primeros tres meses de 2013, el nivel de actividad registró una aceleración en su tasa de crecimiento trimestral (ver Gráfico 2.35). Esta dinámica fue explicada, fundamentalmente, por la contri-

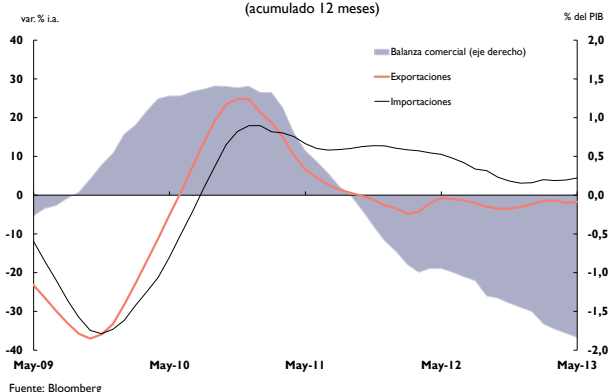
<sup>8</sup> A principios de julio se aprobó en los Estados Unidos un conjunto de cambios regulatorios en el sector bancario, que se encuentran en línea con las recomendaciones de Basilea III. Los mismos entrarán en vigencia en enero de 2014 para el caso de los bancos grandes y desde enero de 2015 para aquellas instituciones financieras menos complejas. Las modificaciones regulatorias incluyen un requerimiento mínimo de capital de 4,5% de los Activos Ponderados por Riesgo (APR) que deberá ser cumplimentado con acciones ordinarias y resultados acumulados, y un requerimiento mínimo de 6% de los APR para el TIER 1 total. Adicionalmente se establece un *buffer* de conservación de capital equivalente a 2,5% de los APR conformado por acciones ordinarias y resultados acumulados y, para aquellos bancos con alcance internacional, se determinan toques para su nivel de apalancamiento.

**Gráfico 2.36**  
Japón. Indicadores del Mercado de Trabajo



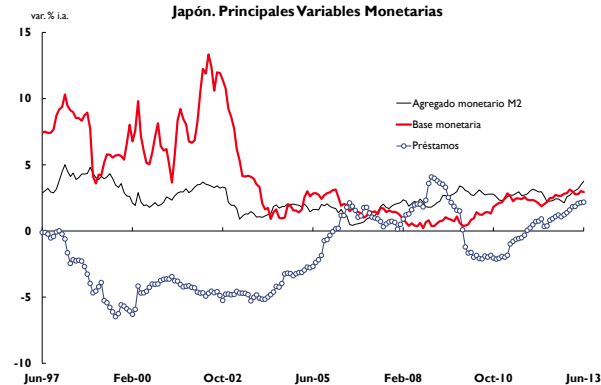
Fuente: Datastream

**Gráfico 2.37**  
Japón. Balanza Comercial  
(acumulado 12 meses)



Fuente: Bloomberg

**Gráfico 2.38**  
Japón. Principales Variables Monetarias



Fuente: DataStream

bución positiva del Consumo, tanto privado como público. En tanto, la Inversión tuvo un aporte negativo.

El mercado de trabajo continuó exhibiendo condiciones sólidas. La tasa de desempleo se ubicó en mayo en torno al 4,1%, registrando una caída de 0,4 p.p. respecto de igual mes de 2012, muy próxima a los niveles pre-crisis. Vale notar que esta caída no respondió a incrementos en el empleo, sino principalmente a una leve reducción de la PEA (ver Gráfico 2.36).

La evolución negativa del comercio exterior se prolongó en los meses recientes, aunque en el margen se observó un repunte de las exportaciones en un contexto de significativa depreciación del yen (ver Gráfico 2.37).

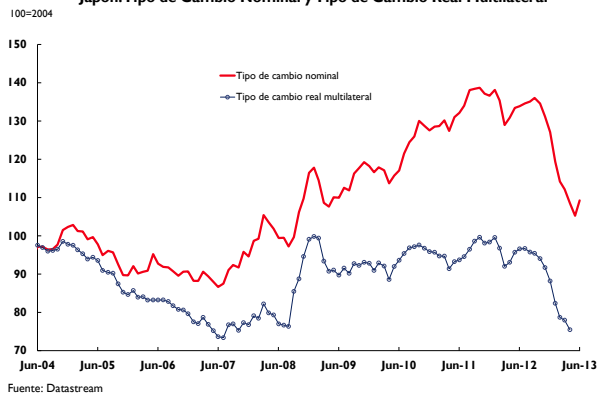
El programa económico del gobierno contempla tres vectores principales: (1) la compra masiva de bonos gubernamentales por parte de la autoridad monetaria (asociada a una depreciación de la moneda); (2) el significativo aumento del gasto público; y (3) una serie de medidas estructurales que apuntan a promover el crecimiento (como la desregulación de mercados y el incentivo a la Inversión privada). Tras las medidas anunciadas, los analistas del mercado corrigieron sus proyecciones de crecimiento para Japón a 1,2% desde un 0,6% pronosticado en enero de 2013.

En el marco citado, el Banco de Japón (BoJ) continuó implementando las medidas anunciadas para alcanzar su meta de inflación minorista de 2% i.a. Está previsto que en un horizonte de dos años se duplique la base monetaria y el stock de tenencias de bonos del gobierno de Japón —así como la extensión de la vida promedio de su cartera desde unos 3 años en la actualidad a entre 6 y 8 años a fines de 2014—.

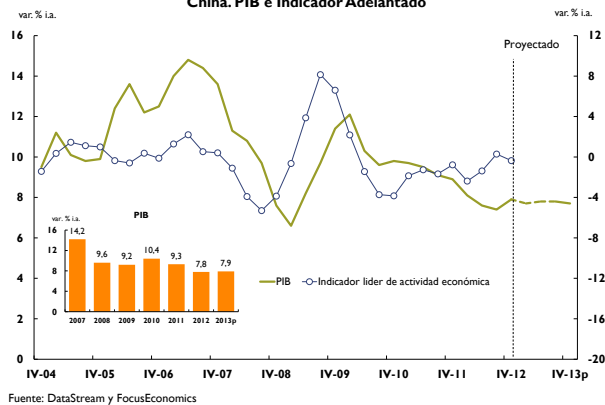
También está programado que el BoJ incremente la compra de fondos especializados en negociación de divisas y, en menor proporción, de productos de inversión financiera asociados al sector inmobiliario.

El sesgo más expansivo de la política monetaria puesta en marcha a partir de inicios de año, comenzó a reflejarse marginalmente en las principales variables monetarias (ver Gráfico 2.38). Por otra parte, la autoridad monetaria decidió dejar la

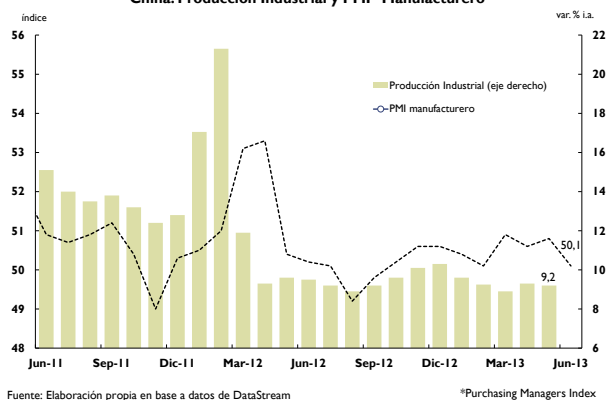
**Gráfico 2.39**  
Japón. Tipo de Cambio Nominal y Tipo de Cambio Real Multilateral



**Gráfico 2.40**  
China. PIB e Indicador Adelantado



**Gráfico 2.41**  
China. Producción Industrial y PMI\* Manufacturero



tasa de referencia sin cambios en un rango de 0 a 0,1%, en línea con las expectativas del mercado.

La política monetaria también influyó sobre el valor del yen respecto al dólar estadounidense, que se depreció en torno al 28% i.a. respecto de un año atrás y alcanzó su nivel de mayor desvalorización desde abril de 2009. En tanto, el tipo de cambio real multilateral exhibió un comportamiento similar, con una depreciación de 15,3% i.a. en mayo (ver Gráfico 2.39). La tendencia de la moneda japonesa se explica, entre otros factores, como el resultado de la política monetaria expansiva del BoJ, luego de un proceso prolongado de revalorización tras la profundización de la crisis financiera internacional en 2008.

Acompañando el sesgo de las políticas monetaria y financiera, durante los primeros días de 2013 se aprobó un paquete de medidas fiscales por un total de US\$117.000 millones (2% del PIB de 2013), lo que representa el mayor estímulo desde el inicio de la crisis financiera en Japón. Los fondos se utilizarán para financiar obras públicas, incentivar la inversión empresarial y dar ayuda financiera a pequeñas empresas. La medida es transitoria y prevé que, en cuanto la actividad económica recupere dinamismo, comiencen a elevarse los impuestos y controlarse los gastos con el fin de garantizar la sostenibilidad fiscal.

Desde inicios de la crisis global de 2008-2009, el déficit fiscal fue pronunciado, oscilando en torno al 10% del PIB. Por su parte, se estima que la Deuda pública alcance aproximadamente el 245% del PIB en 2013, el nivel más elevado del mundo. Debe tenerse en cuenta que la deuda es básicamente interna, en moneda local, y con un sector privado que es el principal acreedor del mundo.

## China

La economía de China volvió a mostrar una desaceleración en el primer trimestre de 2013, alcanzando una tasa de expansión anual de 7,7% (ver Gráfico 2.40). De acuerdo con indicadores adelantados, se habría registrado un desempeño similar durante el segundo trimestre. La producción industrial y los indicadores adelantados del sector manufacturero mostraron en términos generales un débil desempeño en el transcurso del año (ver Gráfico 2.41). De

**Gráfico 2.42**  
**China. Inversión**

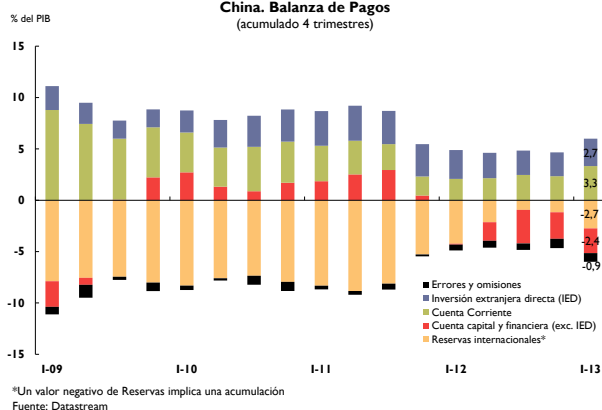


esta forma, las proyecciones para el presente año fueron corregidas a la baja hasta 7,9% i.a.

Por el lado de la demanda agregada, la Inversión continuó siendo un factor importante en el incremento de la actividad económica, aunque mostró cierta estabilización en su ritmo de expansión pese al creciente dinamismo del gasto de capital por parte de las empresas con participación estatal (ver Gráfico 2.42). En tanto, el Consumo privado también mostró signos de desaceleración según sugiere la evolución de las ventas minoristas reales.

En relación al comercio exterior, los analistas del mercado interpretaron que el desempeño de las exportaciones se vio influido por operaciones especulativas de sobrefacturación dadas las perspectivas de apreciación de la moneda china. En este sentido, las autoridades locales dispusieron diversas medidas de control que condujeron a una fuerte desaceleración reciente del dinamismo de las ventas externas. En mayo, las ventas externas de China crecieron 9,8% i.a. en el acumulado 12 meses, al tiempo que las compras se expandieron 5% i.a. De esta forma, el saldo comercial alcanzó aproximadamente 3,3% del Producto, exhibiendo un aumento sustancial con respecto a igual mes de 2012 (ver Gráfico 2.43). El déficit de la Cuenta capital y financiera mostró una reducción de 1,6 p.p. del Producto respecto del trimestre anterior, permitiendo, conjuntamente con la evolución de la Cuenta corriente y la IED, la acumulación de Reservas internacionales.

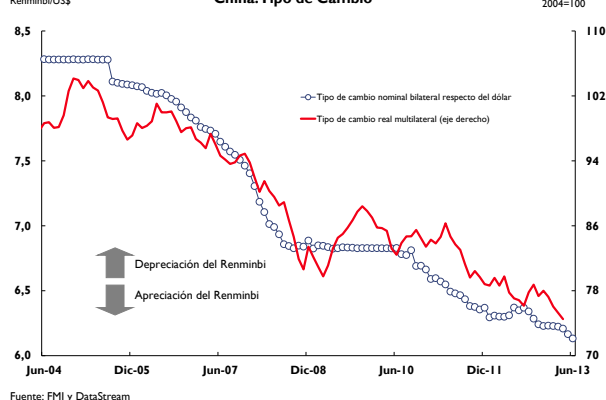
**Gráfico 2.43**  
**China. Balanza de Pagos**  
(acumulado 4 trimestres)



En materia cambiaria, la cotización del renminbi respecto del dólar estadounidense continuó mostrando una leve tendencia a la apreciación, ubicándose en el mínimo valor nominal y real de la serie desde 2001 (ver Gráfico 2.44).

En junio, la inflación se aceleró levemente (2,7 % i.a.), debido al impacto de los mayores precios de los alimentos.

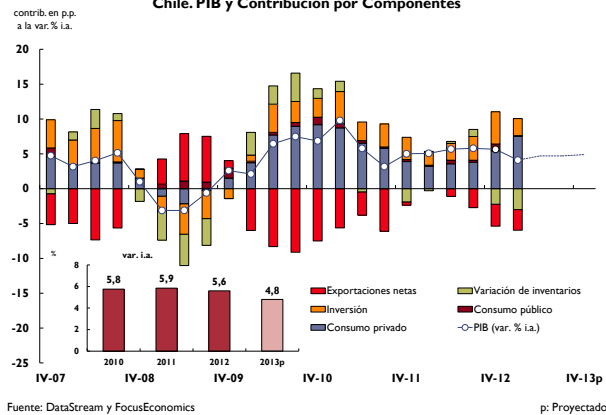
**Gráfico 2.44**  
**China. Tipo de Cambio**



En las últimas semanas se observó una suba de la tasa de interés interbancaria, asociada a la menor liquidez en el mercado y a rumores no confirmados de bancos con algunos problemas, al tiempo que la autoridad monetaria intervino y pidió mayor prudencia a las instituciones financieras en el manejo de los riesgos de liquidez derivados de una rápida expansión de los créditos y otros activos financieros (particularmente los contemplados fuera de balance). Algunos analistas del mercado interpretaron el evento como una señal de la determinación de las



**Gráfico 2.45**  
**Chile. PIB y Contribución por Componentes**



autoridades para considerar eventuales riesgos del sistema financiero chino, en un contexto de mayor endeudamiento y de fuerte suba de los precios de los inmuebles. Sin embargo, las medidas macroprudenciales asociadas a la consecución de un sistema bancario más estable —especialmente las condiciones más estrictas para el otorgamiento de créditos para adquisición de inmuebles— podrían recortar las perspectivas de crecimiento de corto plazo de la economía.

No se esperan novedades relevantes desde el punto de vista de la política económica antes de octubre, cuando se desarrolle la tercera reunión plenaria del 18° Comité Central del Partido Comunista en el que podrían conocerse los principios de las nuevas autoridades políticas que asumieron a mediados del mes de marzo.

## Chile

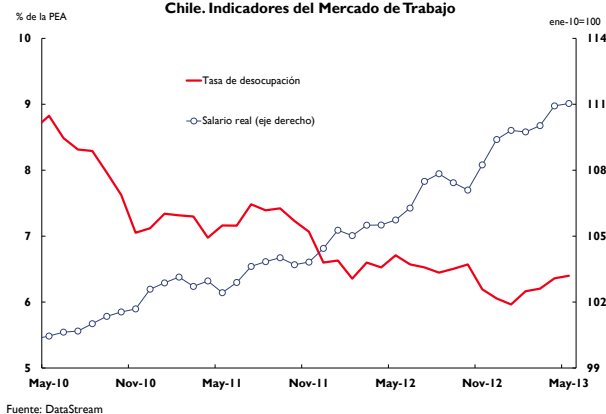
En el primer trimestre de 2013, el PIB registró una expansión de 4,1% i.a., la tasa más baja observada desde el tercer trimestre de 2011. El crecimiento continuó siendo impulsado principalmente por el Consumo privado y la Inversión. Tanto las Exportaciones netas como la Variación de inventarios aportaron negativamente al crecimiento del Producto. Los indicadores adelantados de la actividad económica anticipan un crecimiento similar para el período comprendido entre abril y junio.

De esta manera, para el presente año se proyecta una leve desaceleración en la tasa de expansión respecto de 2012, que de acuerdo con las estimaciones privadas, alcanzaría 4,8% i.a. tras expandirse 5,6% i.a. el año previo (ver Gráfico 2.45).

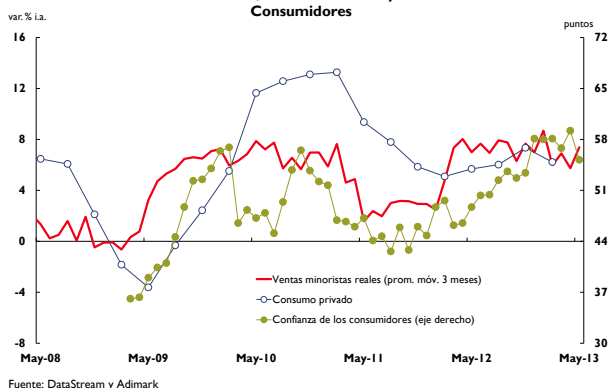
Desde una óptica sectorial, el aumento del Producto obedeció al desempeño del sector minero (7,8% i.a.), favorecido por el dinamismo de los precios internacionales, seguido por el comercio minorista (6,9% i.a.). En contraste, la pesca y la actividad de los restaurantes y hoteles se contrajeron 9,4% i.a. y 2,6% i.a., respectivamente.

La robustez en el mercado de trabajo permitió que el Consumo privado continuara siendo el motor del crecimiento económico en Chile. Luego de ubicarse en un valor mínimo histórico, la Tasa de desempleo alcanzó 6,4% (-0,3% p.p. en términos interanuales). En tanto, los salarios reales continuaron con la tendencia alcista observada en los últimos años (ver Gráfico 2.46).

**Gráfico 2.46**  
**Chile. Indicadores del Mercado de Trabajo**

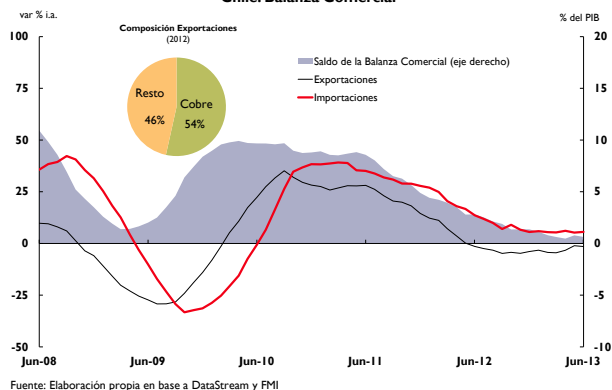


**Gráfico 2.47**  
**Chile. Consumo Privado, Ventas Minoristas y Confianza de los Consumidores**





**Gráfico 2.48**  
**Chile. Balanza Comercial**



En cuanto a los indicadores adelantados del gasto de las familias, el nivel de confianza de los consumidores se ubicó en el máximo valor desde marzo de 2006 confirmando que el Consumo mantendría el dinamismo durante 2013 (ver Gráfico 2.47).

La Inversión también siguió siendo un importante factor de impulso al crecimiento económico. En el primer trimestre de 2013, este componente creció 10% i.a. y aportó 2,4 p.p. a la expansión del Producto.

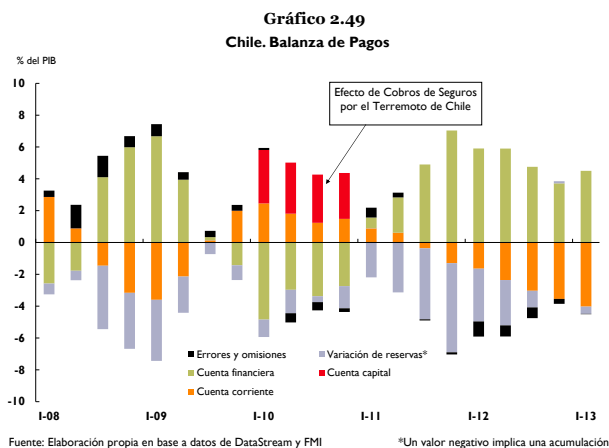
Por el lado de la demanda externa, y en consonancia con lo experimentado por otras economías e la región, las exportaciones siguieron en un sendero de contracción, tendencia que se observa desde junio de 2012. Por su parte, las importaciones exhibieron durante junio un crecimiento de 5,6% i.a. en el acumulado de 12 meses. De esta forma, el saldo comercial continuó achicándose y representó 0,6% del PIB (ver Gráfico 2.48).

De esta forma, la dinámica del comercio exterior contribuyó nuevamente al deterioro del déficit de la Cuenta corriente, que siguió siendo explicado básicamente por las elevadas rentas netas asociadas a la Inversión extranjera directa. En el acumulado últimos cuatro trimestres (al primero de 2013) arroja un saldo negativo equivalente al 4% del Producto. Sin embargo, el abultado superávit de la Cuenta capital y financiera se ubicó para igual período en 4,5% del Producto, permitiendo un incremento en el stock de Reservas internacionales (ver Gráfico 2.49).

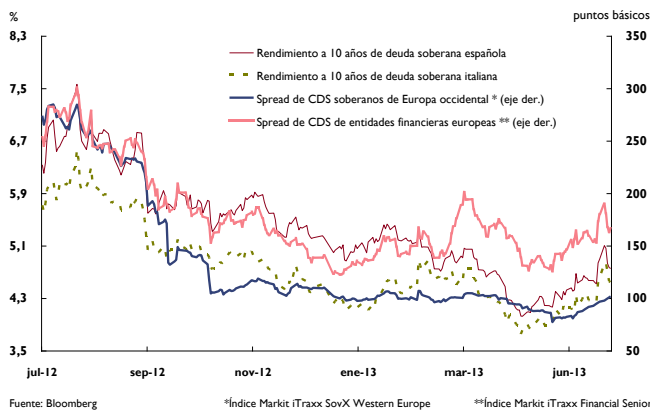
El peso chileno en relación al dólar norteamericano continuó con la tendencia a la apreciación en los primeros meses de 2013. Particularmente, en abril el peso chileno se revalorizó 2,8% i.a. Por su parte, el tipo de cambio real multilateral también presentó una tendencia similar, ubicándose en torno a su mayor nivel de fortaleza de los últimos años.

Durante abril, la inflación minorista disminuyó respecto de marzo y se ubicó en 1% i.a., permaneciendo dentro de la banda establecida por el Banco Central de Chile (BCC). En la reunión de mayo, y dado un marco de relativa estabilidad en la tendencia de las principales variables macroeconómicas, el Consejo del BCC acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5%.

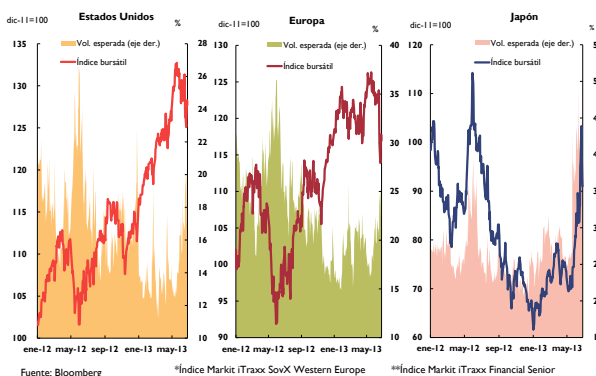
## 2.3 Mercados Financieros Internacionales y Flujos de Capitales



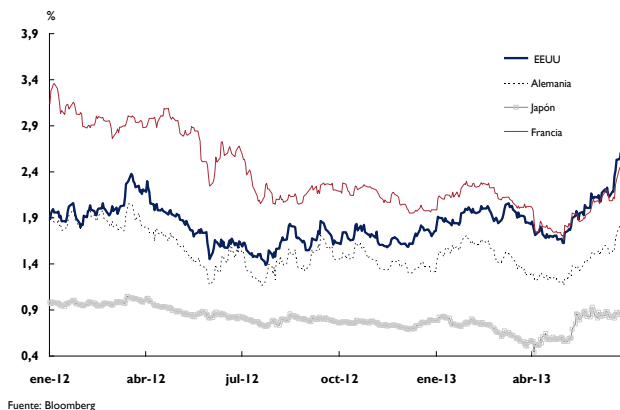
**Gráfico 2.50**  
Europa. Mercados de Deuda



**Gráfico 2.51**  
Índices Bursátiles Expresados en Dólares y Volatilidad Esperada



**Gráfico 2.52**  
Avanzadas. Rendimientos a 10 Años de Deuda Soberana



A comienzos del segundo trimestre de 2013 los mercados financieros de las economías desarrolladas mantuvieron la tendencia mayormente positiva observada durante los primeros 3 meses del año. Este comportamiento se debió en buena medida al efecto de los estímulos monetarios aplicados en los Estados Unidos, Europa y Japón, a lo que se le sumó la menor cautela por el tratamiento de corto plazo de la cuestión fiscal en los Estados Unidos y de la situación de los mercados financieros europeos. Sin embargo, a partir de mayo aumentó la incertidumbre producto de las versiones vinculadas con posibles cambios en el ritmo de las compras de activos por parte de la Reserva Federal. Esto generó volatilidad en los mercados de las economías desarrolladas y afectó también la evolución de los instrumentos financieros de economías emergentes (ver Apartado 1), llevando a que estos últimos profundizaran la tendencia negativa que ya se evidenciaba en el primer trimestre.

Las plazas financieras europeas comenzaron el segundo trimestre con mejoras en términos relativos, tras registrarse tensiones en alza durante febrero y marzo. Los rendimientos de la deuda de las economías vulnerables de mayor tamaño, que habían comenzado a subir en función de la incertidumbre vinculada a la situación política en Italia y los eventuales efectos de la asistencia externa a Chipre, retornaron su sendero bajista en abril, aunque en mayo volvían a ampliarse, condicionados por la volatilidad creciente en los mercados internacionales<sup>9</sup> (ver Gráfico 2.50). Asimismo, en un contexto de profundización de las expectativas de debilitamiento económico, a inicios del quinto mes del año el BCE decidió recortar su tasa de interés de política monetaria hasta un mínimo histórico, al tiempo que no descartó avanzar con medidas adicionales<sup>10</sup>.

En Japón, se registraron fuertes cambios en los rendimientos de la deuda de largo plazo luego de anunciarse las nuevas políticas de estímulo, lo que fue acompañado por un contexto de mayor volatilidad en las cotizaciones de los activos financieros japoneses en general<sup>11</sup>.

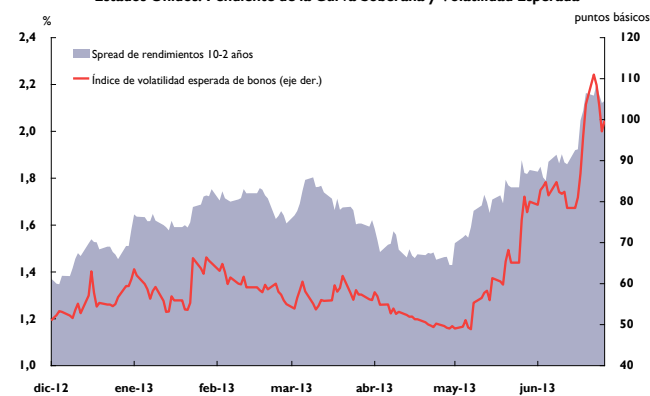
En este contexto el índice S&P500 norteamericano siguió subiendo hasta las últimas semanas de ma-

<sup>9</sup> Más recientemente, en julio se intensificaban los temores con respecto a la situación en Portugal, tras la renuncia del Ministro de finanzas.

<sup>10</sup> Asimismo, en línea con lo que se esperaba y tal como se mencionó anteriormente, las autoridades europeas relajaron las pautas de los programas de austeridad fiscal.

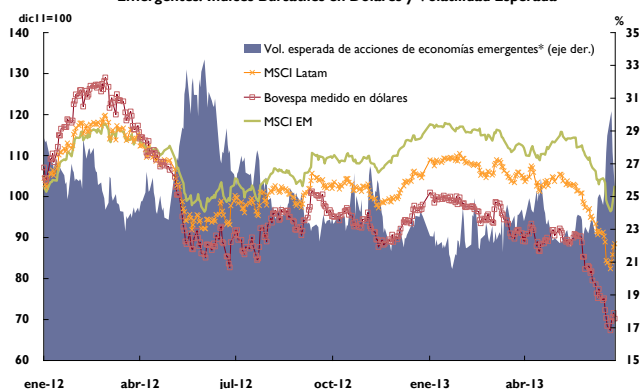
<sup>11</sup> Esto llevó a que el BOJ anunciara medidas operativas adicionales con el objetivo de contener la volatilidad observada en los mercados.

**Gráfico 2.53**  
Estados Unidos. Pendiente de la Curva Soberana y Volatilidad Esperada



Fuente: Bloomberg

**Gráfico 2.54**  
Emergentes. Índices Bursátiles en Dólares y Volatilidad Esperada



Fuente: BCRA en base a Bloomberg \*Promedio de volatilidades implícitas en opciones sobre acciones en el MSCI

yo, marcando nuevos máximos históricos. Pese a que posteriormente pasó a observarse una tendencia bajista, el índice acumuló un avance de más de 2% desde fines de marzo y casi 13% en lo que va del año (ver Gráfico 2.51). Las bolsas europeas también evidenciaron un comportamiento cambiante en los últimos meses. En este caso el Eurostoxx 600 medido en dólares registró en el segundo trimestre una contracción en dólares cercana a 2%, aunque en lo que va del año acumula una ligera suba. En el caso japonés, en un contexto de depreciación del yen, el Nikkei presentó un comportamiento volátil en los últimos meses, aunque medido en dólares registró un avance de casi 5% desde fines de marzo<sup>12</sup> (14% en lo que va de 2013). En términos de volatilidad esperada, la misma evidenció una suba desde fines de mayo para la generalidad de los índices mencionados<sup>13</sup>.

Los rendimientos de la deuda soberana de largo plazo de los Estados Unidos, Alemania y Japón tendieron a ampliarse de forma generalizada en lo que va del segundo trimestre del año, contrastando con la evolución mixta que se había observado entre enero y marzo. Se destaca que, en un escenario marcado por las expectativas de cambios en las compras de activos por parte de la Reserva Federal, el retorno de la deuda a 10 años de los Estados Unidos repuntó más de 60 puntos básicos (p.b.) desde fin de marzo, alcanzando un máximo en más de dos años (ver Gráfico 2.52). En efecto, el rendimiento a 10 años, que a principios de mayo estaba en 1,63%, llegó a marcar picos por encima de 2,6% a fines de junio. Este movimiento, que implicó un notorio incremento de la pendiente de curva de rendimientos norteamericana, se dio en un contexto de significativo aumento en la volatilidad esperada para estos instrumentos (ver Gráfico 2.53). Por su parte, los rendimientos de instrumentos de deuda a 10 años de Japón y Alemania, que habían registrado reducciones en el primer trimestre, acumulan desde fin de marzo subas de entre 30 p.b. y 45 p.b. La volatilidad de los rendimientos de la deuda de largo plazo japonesa se incrementó significativamente en el trimestre, tras anunciarse las medidas antes mencionadas con respecto a la ampliación de los agregados monetarios.

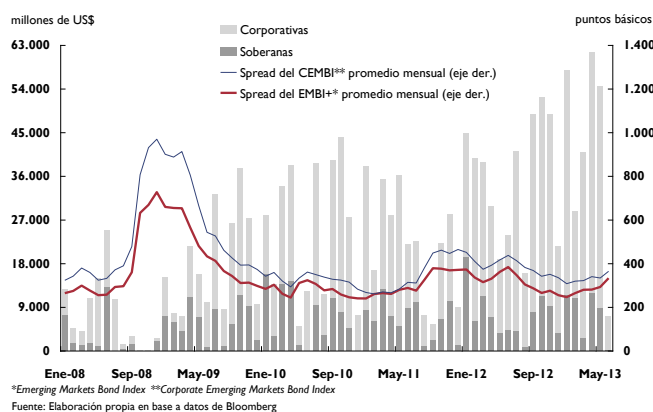
Las bolsas de las economías emergentes profundizaron su tendencia negativa en el segundo trimes-

<sup>12</sup> Si bien a comienzos del trimestre el Nikkei extendió el sesgo alcista que venía mostrando, en las últimas semanas de mayo comenzó a bajar fuertemente (llegó a caer más de 10% en 10 ruedas medido en dólares) para pasar a evidenciar cierta recuperación desde mediados de junio.

<sup>13</sup> Se destaca que el VIX norteamericano, que promedió un nivel de casi 14% en abril y mayo (relativamente bajo en términos históricos), llegó a registrar picos relativos de 20% en junio.

Gráfico 2.55

## Emergentes. Emisiones de Deuda en los Mercados Internacionales



tre del año. El índice *Morgan Stanley Capital International* medido en dólares se contrajo más de 9% desde fines de marzo, ampliando a casi 11% la merma acumulada en la primera mitad del año (ver Gráfico 2.54). La volatilidad esperada tendió a operar en niveles similares a los registrados a inicios de 2013 hasta mediados de junio, pero luego pasó a registrar picos que no se observaban desde mediados del año pasado. En el caso específico de América latina, en el segundo trimestre se verificó una contracción de más de 16% del índice medido en dólares (explicada en parte por la depreciación de las monedas de la región frente al dólar estadounidense).

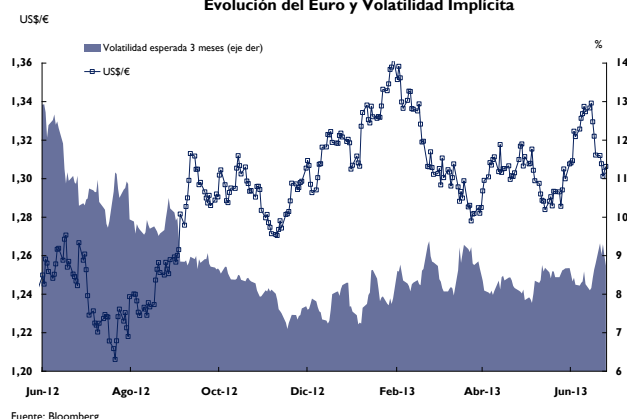
Los márgenes de riesgo de la deuda soberana emergente cerraron el segundo trimestre con nuevas ampliaciones, mayormente explicadas por el comportamiento observado desde fines de mayo. El *spread* del EMBI+ subió 45pb desde fines de marzo (65 p.b. en el caso de América Latina), acumulando en lo que va del año una ampliación de más 90 p.b. hasta marcar, a fines de mayo, niveles que no se observaban desde mediados del año pasado. Si bien esta ampliación reciente en los *spreads* impactó en junio sobre el acceso a nuevo financiamiento en los mercados internacionales por parte de agentes de economías emergentes, en los dos meses previos se mantuvo el significativo dinamismo que vienen mostrando las colocaciones de deuda desde fines de 2012 (ver Gráfico 2.55)<sup>14</sup>. De esta manera, en la primera mitad de 2013 los montos de deuda colocados en los mercados internacionales siguieron creciendo, tanto semestral como interanualmente. Esta dinámica sigue estando mayormente explicada por la deuda corporativa, destacándose en el semestre las operaciones de empresas de Asia emergente (más del 45% del monto colocado por empresas de economías emergentes), mientras que las firmas de América latina representan poco más del 20%<sup>15</sup>.

La tendencia negativa en las cotizaciones de instrumentos de economías emergentes fue acompañada por cambios en ciertos indicadores vinculados a los flujos de portafolio. Tras registrar crecientes ingresos desde mediados de 2012 (hasta alcanzar un máximo histórico en enero de este año), a partir de marzo los fondos de inversión especializados en acciones de economías emergentes comenzaron a

<sup>14</sup> Las operaciones en el mercado primario de deuda internacional registraron un monto récord en abril, superando la marca anterior computada en enero de 2013.

<sup>15</sup> Las empresas brasileñas explican la mayor parte de las emisiones en América latina, secundadas por firmas de México y, en menor medida, las de Perú y Chile.

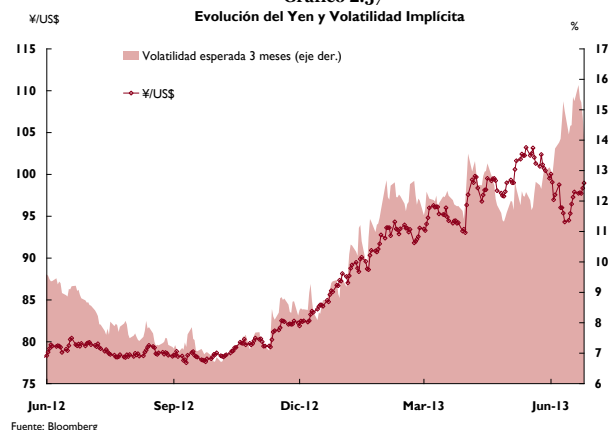
Gráfico 2.56  
Evolución del Euro y Volatilidad Implícita



computar salidas netas, hasta alcanzar un máximo mensual de retiros en junio. Por su parte, los fondos especializados en renta fija de economías emergentes, que venían mostrando entradas de capitales en abril y mayo, en junio comenzaron a registrar fuertes retiros. Estas salidas se dieron con mayor intensidad en aquellos fondos especializados en renta fija en moneda extranjera<sup>16</sup>.

En términos de los mercados de monedas, el dólar pasó de apreciarse contra el euro en febrero y marzo a evidenciar un comportamiento opuesto con respecto a la moneda europea en el segundo trimestre del año (ver Gráfico 2.56). Con menores precios de los *Treasuries* y focos de tensión menos marcados en Europa, en el segundo trimestre la moneda norteamericana acumuló una depreciación de 1,5% con respecto al euro. Por su parte, el yen siguió depreciándose contra el dólar, corrigiendo parte de esta variación desde fines de mayo. De esta manera, en un contexto de significativo incremento en la volatilidad esperada para esta paridad, el yen se depreció 5% contra el dólar en el trimestre, acumulando una desvalorización de más de 14% en lo que va del año (ver Gráfico 2.57).

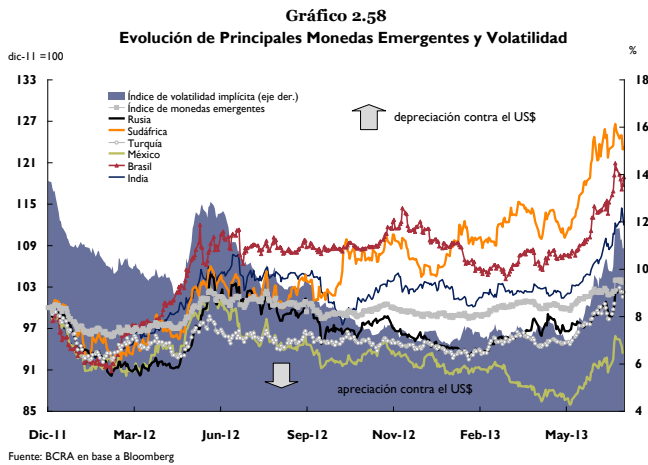
Gráfico 2.57  
Evolución del Yen y Volatilidad Implícita



Las monedas de economías emergentes intensificaron la tendencia a la depreciación contra el dólar desde fines de marzo. En promedio se depreciaron 2,8% respecto a la moneda norteamericana en el segundo trimestre, acumulando en 2013 una desvalorización cercana a 5%. A diferencia de lo observado en los tres primeros meses del año, desde fines de marzo el debilitamiento de estas cotizaciones fue acompañado por una clara suba en la volatilidad esperada para las monedas de economías emergentes (ver Gráfico 2.58). Si bien la tendencia a la depreciación contra el dólar fue generalizada, en términos regionales la misma fue más pronunciada en América Latina, con debilitamiento de más de 6% en promedio durante el segundo trimestre. La depreciación más marcada fue la del real brasileño (más de 10% desde fines de marzo), en un contexto en el cual el Banco Central siguió interviniendo en el mercado de cambios para acotar la volatilidad o morigerar la depreciación del real.

En síntesis, desde fines de marzo de 2013 los índices bursátiles de economías desarrolladas acumularon resultados mixtos. Se mantiene una situación de cautela en función de la volatilidad en alza observada más recientemente a nivel general y los in-

<sup>16</sup> En el primer semestre el flujo acumulado de entradas en fondos de renta fija emergente se explica exclusivamente por las suscripciones en vehículos que invierten en títulos de deuda en moneda local.



crementos significativos en los rendimientos a largo plazo de la deuda norteamericana, situación que afecta la cotización de los instrumentos financieros de economías emergentes. La incertidumbre en relación al nivel de crecimiento económico a nivel global y en regiones y países específicos (Europa, China, etc.) y las posibles respuestas de política, se conjugan con el efecto de la mayor incertidumbre referida al ritmo de reducción de las compras de activos de la Reserva Federal estadounidense. En este contexto, la evolución de las tasas de interés y los retornos de instrumentos financieros de referencia en las economías desarrolladas podrían seguir condicionando el comportamiento de las cotizaciones de los activos de economías emergentes (y de sus monedas) en los próximos meses.

Tras significativos ingresos de capitales de corto plazo a los países emergentes en los últimos años —en el marco de políticas monetarias expansivas en los países desarrollados—, los inversores avanzaron en una abrupta reasignación global de los portafolios. Así, desde una perspectiva de mediano plazo, el retiro de los estímulos monetarios daría inicio a una nueva fase de la economía internacional en la que la menor liquidez global acotará el financiamiento para las naciones emergentes, afectando el crecimiento económico, particularmente de los países que presentan elevadas necesidades de fondeo externo.

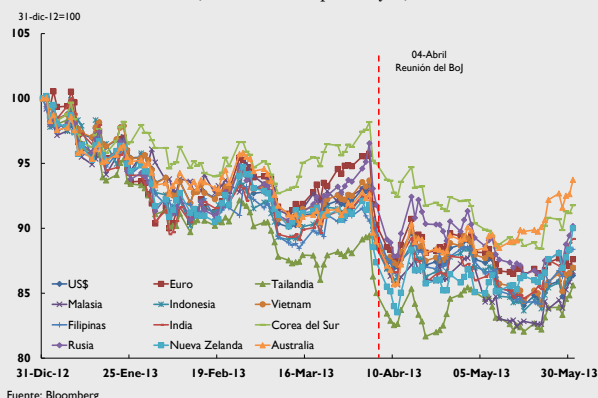


## Apartado 1 / Política monetaria en los países desarrollados y flujos de capitales: la evidencia reciente

En sólo unos pocos meses —entre abril y junio de este año— las decisiones de los bancos centrales de dos potencias industriales repercutieron mucho más allá de sus jurisdicciones respectivas. El nuevo programa económico lanzado por el gobierno de Japón, que incluye una expansión monetaria de proporciones por parte del Banco de Japón, y el anuncio de la Reserva Federal de los Estados Unidos —recientemente morigerado por la última minuta publicada— de analizar un comienzo del retiro del estímulo monetario vía compra de activos, ha tenido consecuencias que exceden largamente las condiciones macroeconómicas nacionales, extendiéndose hacia otras regiones. En particular, vuelve a advertirse la gran influencia que los factores de liquidez global tienen sobre los flujos de capitales, especialmente en las economías en desarrollo. Como ha señalado una extensa literatura empírica, los factores externos son disparadores muy significativos de entradas y salidas de capitales; la coyuntura sólo corrobora su papel preponderante.

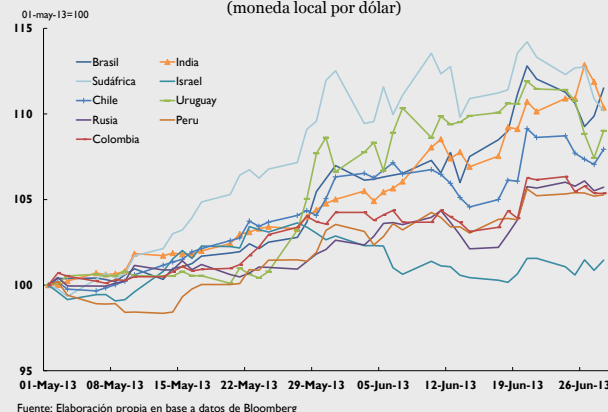
El Banco de Japón (BoJ) anunció en abril pasado que planea duplicar la base monetaria en los próximos dos años, realizando operaciones de mercado abierto por el equivalente a US\$70.000 millones mensuales; también incrementará sus tenencias de bonos del tesoro japonés, extendiendo su vencimiento. Los efectos sobre las economías de Asia y Oceanía no se hicieron esperar, advirtiéndose una presión hacia la apreciación de sus monedas (ver Gráfico 1): los bancos centrales de Australia, Tailandia, Corea del Sur, Taiwán, Israel y Nueva Zelanda, entre otros países, reaccionaron en un mismo sentido, ya sea interviniendo en el mercado de cambios o influyendo sobre el mismo al reducir el diferencial de tasas de interés con las economías industriales.

**Gráfico 1 | Monedas de Principales Socios Comerciales de Japón**  
(moneda local respecto al yen)



Con un impacto a nivel ya no regional sino global, el presidente de la Reserva Federal (Fed) declaró en junio que comenzarían a disminuir el ritmo de expansión monetaria a condición de que se verificara la sostenida mejora del empleo y la recuperación del crecimiento previstas por ese banco central. En ese caso, la Fed llegaría incluso a detener completamente la compra de activos a mediados de 2014, para comenzar a subir el objetivo de la tasa de interés de fondos federales en 2015. Los mercados dieron cuenta de la noticia inmediatamente, con el dólar apreciándose respecto de la mayoría de las monedas de los países en desarrollo (ver Gráfico 2).

**Gráfico 2 | Monedas de Países Emergentes Seleccionados**  
(moneda local por dólar)



Numerosos bancos centrales reaccionaron, esta vez para evitar una depreciación demasiado acentuada de sus monedas. Por caso, el Banco Central de Brasil (BCB) realizó operaciones de *swap* de tipo de cambio (equivalente a ventas de dólares a futuro) por unos US\$22.000 millones hasta fines de junio e inyectó dólares en el mercado a través de pases. A la vez, el gobierno de ese país llevó a cero el impuesto a las operaciones financieras (conocido como IOF) para ciertas transacciones y el encaje sobre la posición vendida en dólares de las entidades bancarias, nuevamente intentando moderar la depreciación del real —frente a la significativa apreciación previa de la moneda y el creciente déficit de cuenta corriente—. El impacto de la reversión de los fondos externos fue tanto más notable en este caso: el BCB determinó tres subas de la tasa de interés SELIC, lo que hubiera hecho esperar una apreciación del real; sin embargo, ocurrió lo contrario, prevaleciendo el “shock” en las condiciones financieras externas.



Recientemente se difundió la minuta de la reunión de política monetaria de la Fed de junio, según la cual los miembros del comité enfatizaron que antes de empezar a reducir los programas de compras de activos, se garanticen las condiciones necesarias para alcanzar los objetivos de largo plazo, máximo empleo e inflación de 2%. Diversos analistas del mercado interpretaron que aún existe incertidumbre en torno al momento en el que se iniciaría el retiro de este tipo de estímulo, pudiendo postponerse en relación a lo que se estimaba unas semanas atrás. Asimismo, se remarcó especialmente que la política monetaria continuará teniendo un marcado sesgo expansivo en general.

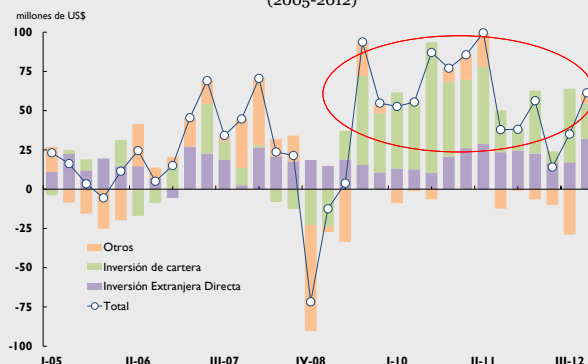
Lo que ha quedado claro es que cuando el cambio en el sesgo de la política monetaria estadounidense suceda esto representará un punto de inflexión en la dirección y magnitud de los flujos de capitales hacia países en desarrollo. El auge de flujos financieros que tuvo lugar en los últimos años como reflejo de condiciones monetarias expansivas en los países avanzados daría paso ahora a la salida de esos mismos flujos: la pregunta ha pasado a ser cuán intensa y rápida sería la misma, determinando una trayectoria más o menos costosa para las economías que vienen financiando sus déficits en cuenta corriente con capitales del resto del mundo.

La posible reversión del ciclo sería tanto más grave si se considera que la mayor diferencia en las entradas de capitales hacia países emergentes en los últimos años —respecto de la fase previa a la crisis internacional— ha sido no tanto de magnitud sino de composición, orientándose hacia las llamadas inversiones “de cartera”, con énfasis en instrumentos de deuda —si bien la inversión extranjera directa exhibió flujos relativamente crecientes a partir de 2010— (ver Gráfico 3). Así, un súbito retiro de los fondos externos no sólo ocasionaría desequilibrios en los balances de pagos, sino también alteraciones en los mercados financieros y, eventualmente, problemas de refinanciación de los gobiernos: a lo largo de diferentes países de Asia, Europa emergente y América Latina, la participación de los inversores extranjeros en la tenencia de deuda pública oscila entre el 20% y el 50%<sup>17</sup>. Este riesgo se acentuaría en tanto las depreciaciones de monedas observadas desde el anuncio de la Fed están correlacionadas con los ingresos recibidos previamente por los países.

Estos episodios no son sino una nueva ilustración de un fenómeno largamente estudiado: en qué

medida los movimientos de capitales dependen más de factores externos al país que los recibe (conocidos como “push factors”), que de variables puramente locales (o “pull factors”). La literatura especializada encuentra un lugar para ambos grupos de variables en la explicación del fenómeno; sin embargo, aquel varía con el tipo de flujo considerado, así como en el plazo del mismo. Aún a riesgo de simplificar, puede decirse que los flujos relativamente más estables y de mayor plazo —como la inversión extranjera directa— estarían más relacionados con los factores internos, mientras que los de menor plazo y más inestables —como las tenencias en cartera de acciones y bonos— estarían más vinculados a determinantes externos. En los últimos años y ante las fuertes turbulencias internacionales, se advierte en general un peso mayor de los flujos de cartera; por lo tanto, los estudios apuntan naturalmente hacia los factores globales (ver Gráfico 4).

Gráfico 3 | Flujos de Capitales Hacia Emergentes Seleccionados\* (2005-2012)



\*Argentina, Brasil, Chile, Colombia, India, Indonesia, Corea, Malasia, México, Filipinas y Tailandia  
Fuente: FMI Balance of Payments Statistics

La consideración respecto a la mayor importancia de los factores externos corresponde al temprano análisis de Raúl Prebisch sobre la dependencia del ciclo económico de los países en vías de desarrollo respecto del ciclo financiero de los países centrales<sup>18</sup>. Por ejemplo, Diaz Wiegel y Gemmill<sup>19</sup>, analizan el rol de variables globales, regionales e idiosincrásicas y encuentran que estas últimas sólo dan cuenta de un 8% de la varianza total de la “distancia al default” de los bonos soberanos. Por su parte,

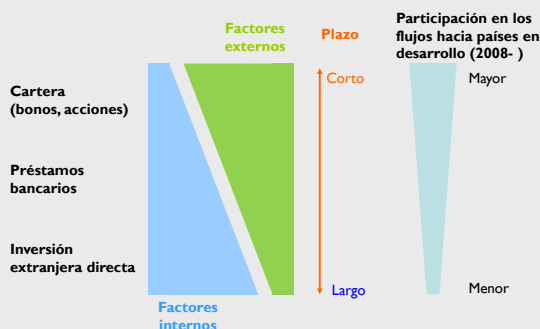
<sup>18</sup> Análisis retomado, entre otros, por Hopenhayn, B. y J. Merighi (1998): “Movimientos de capitales en la Argentina: factores externos e internos. Contribución al análisis de los factores de impulsión y atracción: 1991-1995”, *Desarrollo Económico*, Vol. 38.

<sup>19</sup> Diaz Wiegel, D. y G. Gemmill (2006): “What Drives Credit Risk in Emerging Markets? The Roles of Country Fundamentals and Market Co-Movements”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25.

<sup>17</sup> Ver *Deutsche Bank*: “EM Monthly: EM adjusts to Tightening Liquidity”, informe de *research*, 13 de junio de 2013.

Hartelius y otros<sup>20</sup> indican que la tasa de interés de la Fed y el “apetito por el riesgo” de los inversores (medido por el índice VIX) explican el 56% de los movimientos de capitales hacia los países en desarrollo. Más recientemente, Audzeyeva y Schenk-Hoppé<sup>21</sup> destacan que, en ciertos países latinoamericanos, el efecto de los factores globales es al menos tan importante como el que proviene, en conjunto, de elementos regionales y específicos del país.

Gráfico 4 | Flujos de Capitales Hacia Países en Desarrollo: Resumen de Evidencia Reciente



Fuente: BCRA

Dentro de los factores “push” o externos, la evidencia apunta hacia la tasa de interés internacional, la liquidez global y las mediciones de aversión al riesgo. La caída de la tasa de interés internacional generaría un aumento del flujo de capitales hacia los países emergentes<sup>22</sup>. Esta variable no sería suficiente como indicador en la coyuntura reciente para algunos autores, quienes agregan medidas cuantitativas de liquidez internacional, tales como la base monetaria de los Estados Unidos y las reservas internacionales de otros países<sup>23</sup>. Para analizar la evolución del estado de la liquidez durante períodos de estrés se ha propuesto complementar lo anterior con medidas de riesgo y volatilidad en los mercados de activos, así como con la oferta y demanda global de crédito<sup>24</sup>.

Incluso los estudios que encuentran evidencia a favor de ambos tipos de factores, dejan en claro la creciente influencia de las condiciones monetarias internacionales. Mientras Chuhan y otros hallan que los factores externos son al menos tan importantes como los factores internos, el FMI pone de relieve la política monetaria de las economías avanzadas como determinante importante, así como los “fundamentos” y las perspectivas de mejora en el crecimiento de las economías emergentes<sup>25</sup>. En el mismo sentido, Ghosh y otros<sup>26</sup> indican que la tasa de interés de los Estados Unidos y la aversión al riesgo son claves para determinar los aumentos o disminuciones de los flujos de capital hacia los países emergentes, pero también lo son las necesidades de financiamiento, el régimen cambiario y las características estructurales de cada país. Ahmed y Zlate<sup>27</sup> enfatizan que más importante que distinguir entre factores internos y externos es hacerlo entre variables económicas “fundamentales” y “sentimiento de mercado”: encuentran que tanto los diferenciales de crecimiento y tasas de interés entre países industriales y en desarrollo, como la “aversión global al riesgo” son igualmente significativos para explicar los movimientos recientes de capitales. También señalan la ausencia de un efecto de la política monetaria cuantitativa de la Reserva Federal sobre la magnitud de los flujos de capitales hacia los emergentes, pero sí sobre su composición: favorecería al componente más especulativo, el de cartera.

Estos hallazgos exceden el interés analítico: lo que hagan los gestores de política económica frente a este fenómeno puede ser distinto dependiendo de la naturaleza del mismo. Con un diagnóstico que atribuya los cambios abruptos en los flujos de capitales a los fundamentos macroeconómicos, las economías que los recibieron pueden llegar a sobrereactuar con medidas monetarias y fiscales contractivas; éstas, sin embargo, pueden no ser las indicadas, tanto desde el punto de vista cíclico como para el crecimiento de largo plazo. Al respecto, De

<sup>20</sup> Hartelius, K., K. Kashiwase y L. Kodres (2008): “Emerging Market Spread Compression: Is it Real or Is it Liquidity”, *IMF Working Paper Series* No. 08/10

<sup>21</sup> Audzeyeva, A., y K. Schenk-Hoppé (2010): “The Role of Country, Regional and Global Market Risks in the Dynamics of Latin American Yield Spreads”, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, Vol. 20.

<sup>22</sup> Ver, por ejemplo, Calvo, G., L. Leiderman, y C. Reinhart (1993): “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”, *IMF Staff Papers*, Vol. 40, No. 1.

<sup>23</sup> Rüffer, R. y L. Stracca (2006): “What is Global Excess Liquidity and Does It Matter?”, *European Central Bank Working Paper Series* No. 696;

<sup>24</sup> Ciarlone, A., Piselli P. y G. Trebeschi (2009): “Emerging markets’ Spreads and Global Financial Conditions”, *International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 19;

Eickmeier, S., L. Gambacorta, L. Hofmann (2013), “Understanding Global Liquidity”, *BIS Working Paper* No. 402

<sup>25</sup> Chuhan, P., S. Claessens, y N. Mamingi (1993): Equity and Bond Flows to Asia and Latin America. Banco Mundial, *Policy Research Working Papers*, No. 1160; FMI (2011), “Recent Experiences in Managing Capital Inflows — Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework”.

<sup>26</sup> Ghosh, A., J. Kim, M. Qureshi, J. Zalduendo (2012): “Surges” *IMF Working Paper* WP/12/22

<sup>27</sup> S. Ahmed y A. Zlate (2013): “Capital flows to emerging market economies: a brave new world?”, *International Finance Discussion Papers* 1081, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Grauwe y Ji<sup>28</sup> discuten si el incremento en los *spreads* de deuda soberana de los países de la euro zona entre 2010 y mediados de 2012 se debió al deterioro de indicadores macroeconómicos o al pánico del mercado. Si fuera lo primero, las políticas de austeridad podrían servir para reducir el costo del endeudamiento; si lo segundo, la provisión de liquidez reduciría la volatilidad del mercado. Estos autores encuentran que tanto el cambio en la política del Banco Central Europeo —decidido a funcionar como un prestamista de última instancia a partir del segundo semestre de 2012— como las medidas de austeridad tomadas en varios países de la región favorecen la segunda hipótesis: la provisión de liquidez fue efectiva para reducir los *spreads*, mientras que allí donde se aplicaron políticas fiscales contractivas, el peso de la deuda se incrementó. De profundizarse la contracción fiscal, el resultado sería recesivo sin que necesariamente mejoraran las condiciones financieras de los países afectados.

Las investigaciones econométricas coinciden con la experiencia reciente. Como otras políticas en su momento cuestionadas, frente a movimientos tan volátiles y tan vinculados a eventos fuera del control de las economías emergentes, el rol de los controles de capitales cobra mayor relevancia. Si la dirección y magnitud de los movimientos de corto plazo, orientados a compras y ventas de instrumentos “de cartera”, están dadas por elementos externos a los países y no por eventuales desequilibrios locales, utilizar herramientas que moderen su impacto constituye una legítima medida macroprudencial, en tanto disocia las alteraciones en los mercados financieros globales del crecimiento local.

---

<sup>28</sup> De Grauwe, P y Y Ji (2012): “Self-fulfilling crises in the Eurozone: an empirical test”, *Journal of International Money and Finance*, vol 34, e-pub.

### 3 Actividad Económica

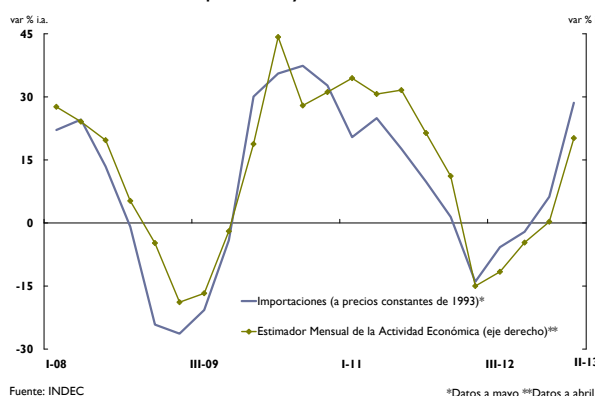
En el segundo trimestre de 2013, la actividad económica aceleró su ritmo de expansión interanual, alentada por el mercado interno y la demanda del resto del mundo.

Dentro de los componentes de la demanda agregada, el Consumo privado permaneció como el principal impulsor de la economía, favorecido por el incremento en los ingresos laborales —que se espera tenga mayor impacto en los próximos meses—, los ajustes en las transferencias gubernamentales y el mantenimiento de alternativas disponibles de financiación. Por su parte, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) mantuvo el desempeño positivo del primer trimestre del año y registró un alza interanual. La adquisición de Equipo durable de producción se incrementó nuevamente, mientras que la Inversión en construcción evidenció una mejora. Las cantidades exportadas crecieron, en tanto el ingreso de los granos gruesos de la cosecha 2012/13 favoreció al alza de las ventas al exterior de Productos Primarios y de Manufacturas de Origen Agropecuario. Las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial se incrementaron, impulsadas por los envíos de material de transporte a Brasil.

Por el lado de la oferta, los indicadores parciales adelantados dan cuenta de una mejora en la producción de bienes en el segundo trimestre del año, con un aumento interanual de la actividad en la industria y en la construcción. El sector agropecuario también se expandió, a partir de un alza en la ganadería y una mayor actividad agrícola vinculada a la campaña 2012/13. Por su parte, los servicios siguieron mostrando un desempeño favorable. La intermediación financiera, las comunicaciones 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. En consonancia con el mayor dinamismo de la actividad, las cantidades importadas registraron un alza más pronunciada. Las importaciones de Bienes de Capital y de Piezas y Accesorios para bienes de capital aceleraron su expansión, al igual que las adquisiciones de Bienes de Consumo y de Bienes Intermedios.

Para el segundo semestre de 2013 se espera que se mantenga la evolución positiva observada durante el segundo trimestre del año, a partir de un mercado interno consolidado —alentado por las políticas de financiamiento productivo—, los derrames del sector agrícola vinculados a la campaña 2012/13 y la mayor demanda esperada por parte de los principales socios comerciales de la Argentina.

**Gráfico 3.1**  
Importaciones y Actividad Económica



**Gráfico 3.2**  
Indicadores de Consumo

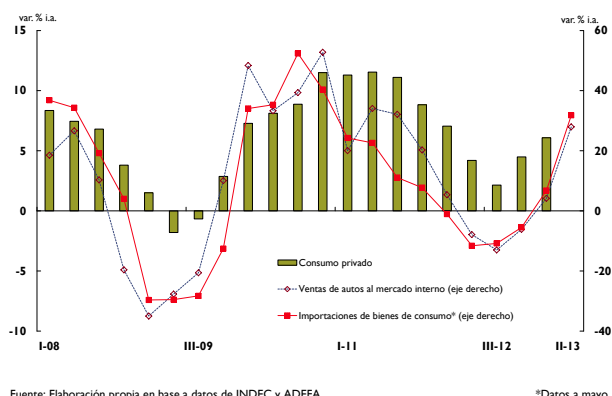
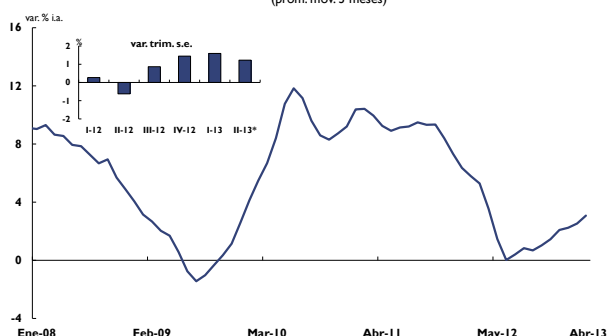


Gráfico 3.3

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



Fuente: INDEC

\*Datos a abril

### 3.1 Demanda

En el segundo trimestre de 2013, según se desprende de los indicadores adelantados, la actividad económica aceleró su ritmo de crecimiento interanual (ver Gráfico 3.3). El Consumo privado permaneció como el principal sostén de la demanda agregada, al tiempo que la inversión ganó mayor impulso. Como resultado, la Inversión en relación al Producto se mantuvo en torno al 23%. En tanto, las exportaciones evidenciaron alzas interanuales, impulsadas por las mayores ventas a Brasil y el desempeño del sector agrícola.

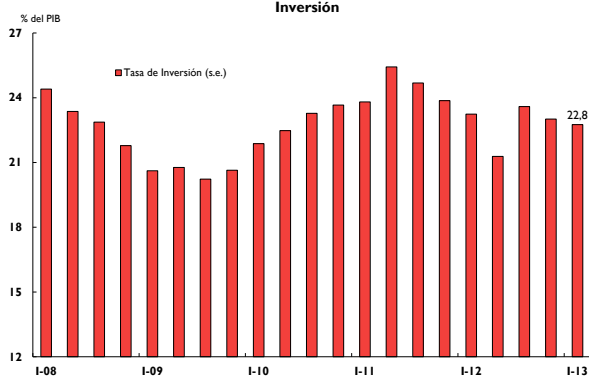
#### Inversión

La Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) registró en el segundo trimestre de 2013 una aceleración con respecto al primero —cuando había crecido 1,3% en términos interanuales (i.a.)—. De este modo, la Tasa de inversión sin estacionalidad se situó en 22,8% en los primeros tres meses del año y se espera que se ubique en aproximadamente 23% durante 2013 (ver Gráfico 3.4).

De acuerdo a los indicadores adelantados, el gasto en Equipo durable de producción se incrementó en el segundo trimestre de 2013, producto de mayores compras de maquinarias y equipos de origen nacional y de una suba importante de las adquisiciones de bienes de capital importado (ver Gráfico 3.5). También aumentaron en el período las compras al exterior de partes y piezas de bienes de capital.

Gráfico 3.4

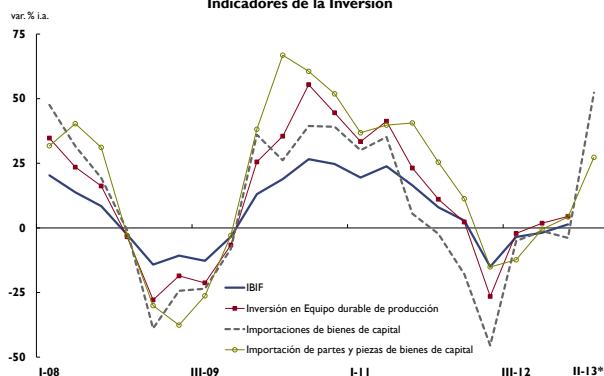
Inversión



Fuente: INDEC

Gráfico 3.5

Indicadores de la Inversión



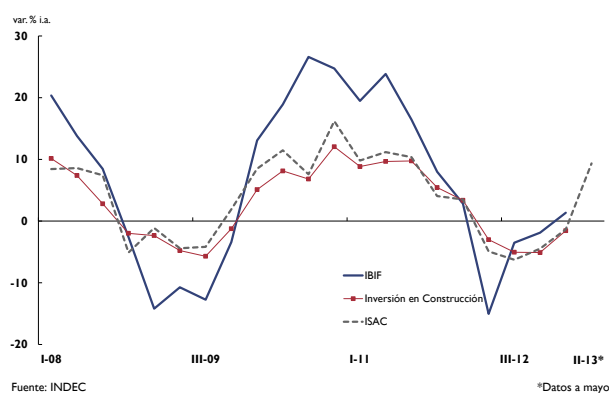
Fuente: INDEC

\*Datos a mayo

La Inversión en construcción recuperó dinamismo en los últimos meses, luego de las caídas interanuales de los períodos previos (ver Gráfico 3.6). La mejora de la actividad estuvo vinculada a las obras del sector público —viales y de infraestructura— y a las construcciones privadas en viviendas y edificaciones con fines comerciales e industriales. En tanto, las construcciones petroleras crecieron a un ritmo semejante al del período previo.

Para lo que resta del año se espera que la inversión continúe ganando dinamismo, ante la continuidad de las políticas destinadas a incentivar el gasto de capital. En particular, el Programa de Crédito Argentino (PRO.CRE.AR) —implementado por el Gobierno Nacional en julio de 2012— comenzó a tener un mayor impacto durante el corriente año. Los montos aportados por el PRO.CRE.AR para la construcción de viviendas familiares con terreno propio

**Gráfico 3.6**  
Indicadores de la Inversión

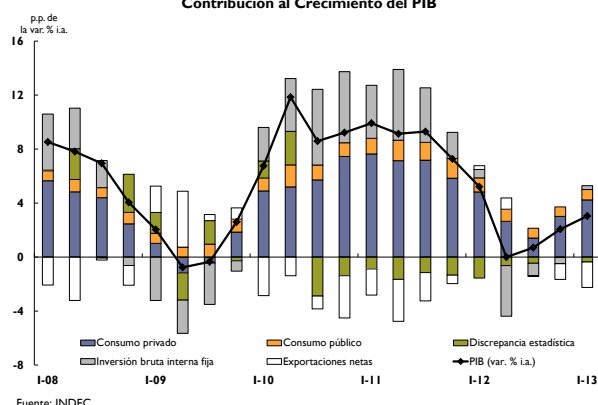


se incrementaron y ascienden a \$7.631 millones<sup>29</sup>, equivalentes al 6,3% del PIB construcción.

En paralelo, y a partir del resultado positivo obtenido hasta el momento, se extendió la línea de promoción a la inversión productiva<sup>30</sup> implementada por el BCRA, mientras que el organismo continuó licitando fondos en el marco del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (ver Apartado X y Sección 8). En igual sentido se prevé que, a partir de la Ley que establece un nuevo régimen para la exteriorización de capitales, la creación de los Certificados de Depósitos para la Inversión (CEDIN) represente un instrumento que permita canalizar los ahorros del sector privado a inversiones productivas.

También se espera para el corriente año un incremento en el gasto en capital originado en un aumento de la obra pública (ver Sección 6).

**Gráfico 3.7**  
Contribución al Crecimiento del PIB



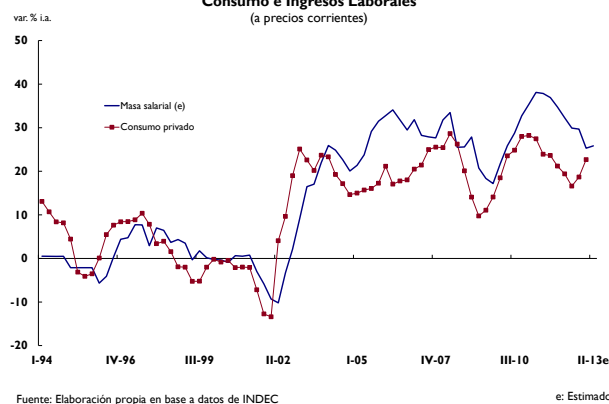
## Consumo

El Consumo privado, que según datos del INDEC había crecido 6,1% i.a. durante los primeros tres meses del año, se mantuvo como el principal impulsor de la economía en el segundo trimestre de 2013 (ver Gráfico 3.7). En tanto, el Consumo público se expandió a un ritmo semejante al de los meses previos.

Uno de los factores que benefició al gasto de las familias fue el incremento de los ingresos nominales laborales. Se espera que dicho aumento se acentúe durante los próximos meses producto del cierre de las negociaciones salariales que en la generalidad de los casos implicó el pago de montos retroactivos (ver Sección 7). Este incremento, en conjunción con los elevados niveles de empleo, resultó en un nuevo crecimiento de la masa salarial (ver Gráfico 3.8). También contribuyeron a la dinámica del consumo las políticas públicas focalizadas en los sectores de menores recursos. Las transferencias gubernamentales en concepto de Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH) se elevaron 25,9% en octubre de 2012 y 35,3% a partir de junio de este año. En tanto, por la aplicación de lo reglado en la Ley de Movilidad Previsional, las jubilaciones y pensiones registraron un alza de 11,4% en septiembre pasado y de 15,18% en marzo de 2013 (ver Sección 6).

**Gráfico 3.8**

Consumo e Ingresos Laborales  
(a precios corrientes)

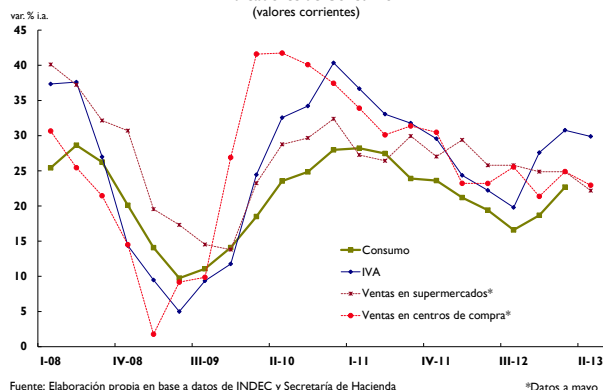


<sup>29</sup> Según información del ANSeS al 13 de junio de 2013.

<sup>30</sup> Las principales entidades financieras y aquellas que se desempeñen como agentes financieros del gobierno nacional, provincial, de la CABA y/o municipal deben destinar el 5% de los depósitos del sector privado al otorgamiento de créditos al sector productivo (ver Comunicación A 5449).



**Gráfico 3.9**  
Indicadores de Consumo  
(valores corrientes)



En cuanto a los indicadores adelantados del gasto de las familias, las ventas de autos en el mercado local crecieron con más fuerza que a principios de año, al elevarse 27,9% i.a. en el período abril-junio. Esta dinámica respondió a una suba de la comercialización tanto de los vehículos de origen nacional como de los importados. Las cantidades importadas de Bienes de consumo revirtieron la caída de los períodos previos y experimentaron una suba en torno a 32% i.a. En tanto, las ventas en supermercados en términos nominales recortaron su expansión a aproximadamente 22% i.a. en el inicio del segundo trimestre de 2013, al tiempo que las ventas en centros de compras lo hicieron a 22,9% i.a. (ver Gráfico 3.9).

Adicionalmente, el crédito al consumo de las familias siguió mostrando una dinámica importante en el segundo trimestre de 2013, con los préstamos personales y las financiaciones con tarjeta de crédito registrando incrementos interanuales en torno a 31% y 41% durante en el segundo trimestre (ver Sección 8).

## Exportaciones

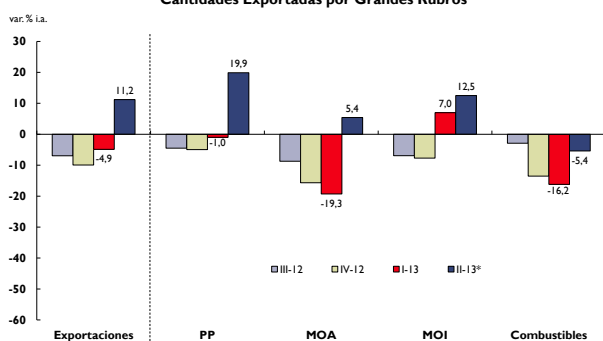
Promediando el segundo trimestre de 2013—con datos a mayo— las cantidades exportadas crecieron en términos interanuales<sup>31</sup>. La recuperación fue producto de un alza generalizada en las ventas al exterior, con la excepción de los Combustibles (ver Sección 5).

Esta dinámica fue favorecida por el ingreso de la cosecha del ciclo 2012/13 de grano grueso, que incrementó los saldos exportables agrícolas y con ello las exportaciones de los Productos Primarios (PP) y sus derivados. Adicionalmente, la evolución de la actividad en los principales socios comerciales habría beneficiado a la demanda de los productos exportables —aunque en menor medida que lo previsto a inicios de este año—.

En particular, las cantidades de PP vendidas al exterior crecieron 19,9% i.a. en el período abril-mayo y acumularon un aumento de 5,9% i.a. en el transcurso del año, debido al fuerte incremento de los envíos de semillas y frutos oleaginosos y al alza de las ventas al exterior de las frutas frescas y cereales (ver Gráfico 3.10).

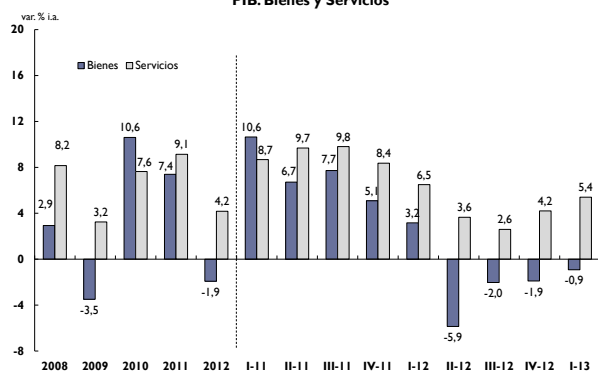
Las cantidades exportadas de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) revirtieron la baja de

**Gráfico 3.10**  
Cantidades Exportadas por Grandes Rubros



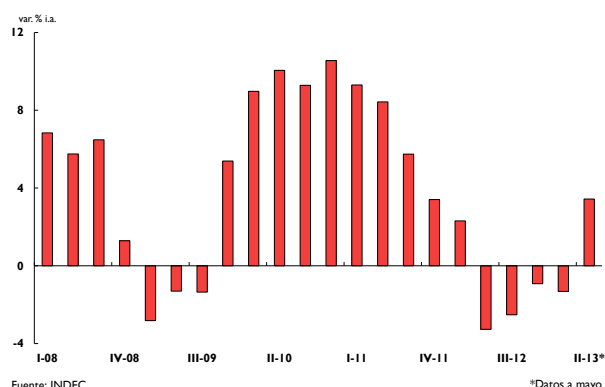
<sup>31</sup> Los datos de cantidades exportadas hasta el primer trimestre de 2013 corresponden al informe de periodicidad trimestral de Índices de Precios y Cantidades de Comercio Exterior del INDEC. Para el segundo trimestre de 2013 se utiliza la información que surge de la publicación mensual Intercambio Comercial Argentino (ICA) del INDEC.

**Gráfico 3.11**  
**PIB. Bienes y Servicios**



Fuente: INDEC

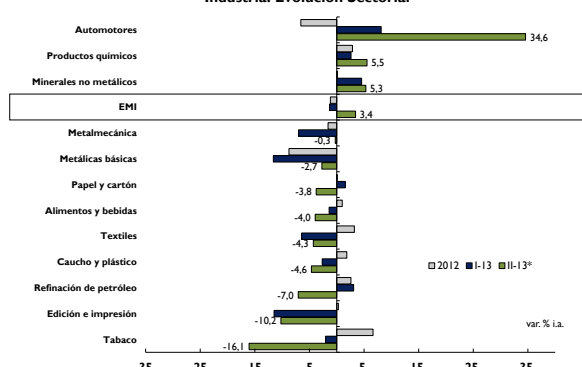
**Gráfico 3.12**  
**Estimador Mensual Industrial**



Fuente: INDEC

\*Datos a mayo

**Gráfico 3.13**  
**Industria. Evolución Sectorial**



Fuente: INDEC

\*Datos a mayo

inicios de año y evidenciaron una suba de 5,4% i.a., a partir del alza de aceites y grasas, preparados de hortalizas, legumbres y frutas, y carnes.

Por su parte, las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) crecieron con más fuerza que en el primer trimestre del año (12,5% i.a. vs. 7% i.a.) producto del aumento de las exportaciones de material de transporte, principalmente de los autos vendidos a Brasil, y del alza en las ventas al exterior de manufacturas de caucho y plástico.

### 3.2 Oferta

Por el lado de la oferta, los indicadores adelantados reflejaron una mejora en la producción de bienes. Esta dinámica estuvo ligada a la recuperación de la actividad en la industria y en la construcción y a la expansión del sector agropecuario. Los servicios, al igual que en el primer trimestre del año, permanecieron en alza y constituyéndose en el sector que más contribuyó al crecimiento de la economía (ver Gráfico 3.11).

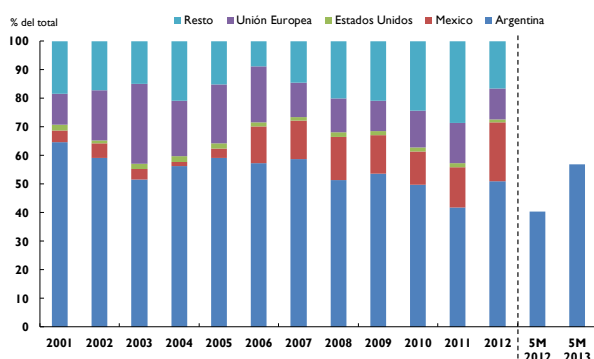
### Industria

El sector manufacturero revirtió durante el segundo trimestre del año la merma que había evidenciado en el primero. De acuerdo al Estimador Mensual Industrial (EMI) —que mide el desempeño de los productos e insumos más representativos— la industria creció 3,4% i.a. entre abril y mayo, luego de caer 1,3% en los primeros tres meses de 2013 (ver Gráfico 3.12).

El sector automotor continuó siendo el principal impulsor de la actividad industrial, con una aceleración en el crecimiento de la producción a 34,6% i.a. (ver Gráfico 3.13). Esta dinámica fue producto del alza en la comercialización de vehículos en el mercado local y principalmente de la fuerte suba experimentada por las ventas al exterior, en particular a Brasil. Según se desprende de los datos de la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA), las ventas de autos de producción nacional en el mercado interno evidenciaron una suba de 14,5% i.a. en el segundo trimestre de 2013 (11,2% i.a. en el primero). En tanto, las exportaciones de autos crecieron 49,6% i.a. en el período abril-junio (vs. 7% i.a. entre enero y marzo), con un alza del 63,2% i.a. en el caso de los embarques destinados a Brasil.

Gráfico 3.14

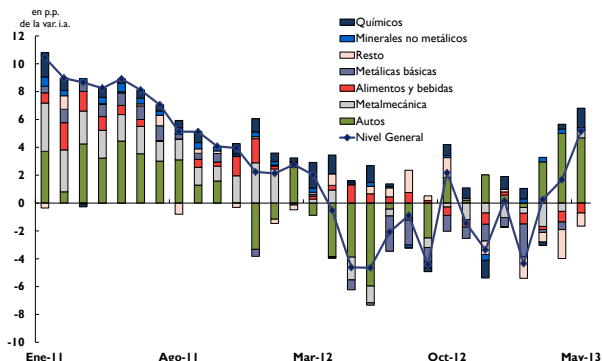
## Importaciones Brasileñas de Automotores por Origen



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ANFAVEA y SECEX

Gráfico 3.15

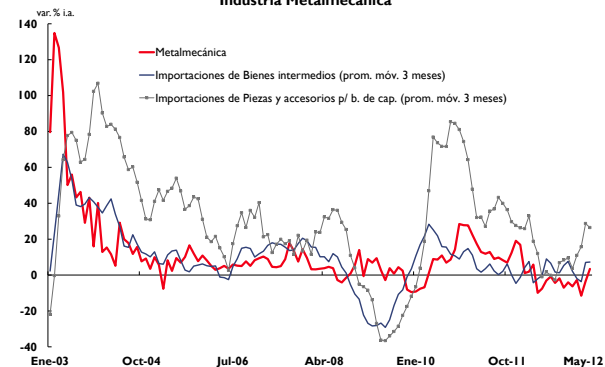
## Contribución Sectorial al Crecimiento Industrial



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico 3.16

## Industria Metalmeccánica



Fuente: INDEC

El fuerte incremento que se registró durante el año de las ventas externas del sector automotriz respondió principalmente a una sustitución de la procedencia de importación que se dio en Brasil, donde la Argentina ganó participación en detrimento de otras procedencias —entre las que se pueden mencionar a los Estados Unidos y la Unión Europea—. En efecto, mientras que en Brasil el patentamiento de automóviles nuevos creció 9% i.a. entre enero y mayo de 2013, las exportaciones argentinas de automotores a ese mercado se elevaron 44,4% i.a. en igual período. Como resultado la Argentina aumentó su participación en el total de las importaciones brasileñas de autos, desde un 40,4% en los primeros cinco meses de 2012 hasta un 57% en el mismo período de 2013 (ver Gráfico 3.14). En este desempeño fue clave la permanencia de incentivos sectoriales aplicados en Brasil, que favorecen las preferencias comerciales de la producción argentina<sup>32</sup>. Aunque las proyecciones del mercado prevén para lo que resta del año que la demanda de vehículos en Brasil disminuya en términos interanuales, se estima que continúe el sesgo a una mayor importación desde la Argentina, lo que seguirá impulsando a la actividad sectorial local (ver Sección 2).

La actividad manufacturera también se vio alentada por el alza en la producción de sustancias y productos químicos (+5,5% i.a.), por los aumentos en la elaboración de agroquímicos y de productos farmacéuticos (ver Gráfico 3.15). Los minerales no metálicos —rubro que se encuentra vinculado a la actividad de la construcción— también se expandieron en el segundo trimestre (+5,3% i.a.), con incrementos en cemento, vidrio y otros materiales de construcción.

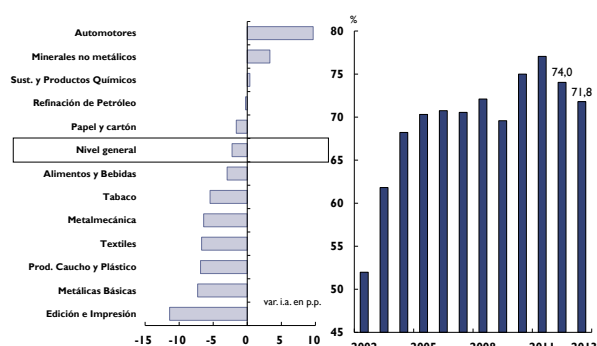
Las industrias metálicas básicas recortaron la caída evidenciada en los trimestres previos (a -2,7% i.a.) pero aún continúan con niveles productivos reducidos debido, entre otros factores, a la extensión de las reparaciones programadas en algunas plantas de acero. La industria metalmeccánica también aminoró su caída en el transcurso del segundo trimestre de 2013 (ver Gráfico 3.16).

La industria alimenticia continuó mostrando caídas en la producción durante el segundo trimestre del año y acumuló una merma de 2,4% i.a. en el transcurso del año. Las bebidas y los lácteos mantuvieron su tendencia negativa, al tiempo que se observó una caída en la elaboración de procesados de carnes ro-

<sup>32</sup> Para mayor detalle de la política industrial automotriz en Brasil y su impacto sobre el desempeño sectorial en la Argentina ver el Informe Macroeconómico y de Política Monetaria de Diciembre de 2012.

Gráfico 3.17

Industria. Utilización de la Capacidad Instalada  
(acum. a mayo)



Fuente: INDEC

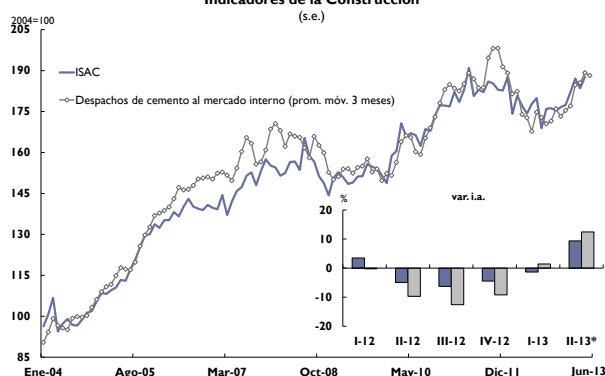
jas y blancas. También se redujo la molienda de cereales y oleaginosas, aunque se espera que esta tendencia se revierta en los próximos meses por el ingreso de la cosecha de granos gruesos.

La refinación de petróleo experimentó una baja, vinculada parcialmente al siniestro ocurrido en la refinería de Ensenada el pasado 2 de abril. El sector de edición e impresión, los textiles y los productos de caucho y plástico también contrajeron su actividad.

Por su parte, la Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) se ubicó en 74,6% en el período abril-mayo y en 71,8% en promedio en los primeros cinco meses de 2013. Así, la UCI exhibió una baja en términos interanuales de 2,2 puntos porcentuales en lo que va del año (ver Gráfico 3.17). Las mayores disminuciones en el promedio de 2013 fueron las registradas por la edición e impresión, las metálicas básicas y los productos de caucho y plástico.

Gráfico 3.18

Indicadores de la Construcción  
(s.e.)



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

\*ISAC datos a mayo

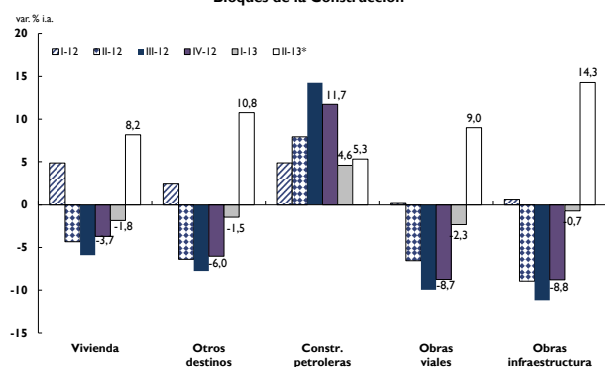
## Construcción

Con datos parciales al segundo trimestre de 2013 la construcción mostró un aumento de su actividad en términos interanuales, contrarrestando las mermas registradas en los cuatro periodos anteriores. Según el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), el sector evidenció un incremento de 9,4% i.a. entre abril y mayo y acumuló un alza de 2,9% i.a. en el transcurso de 2013 (ver Gráfico 3.18). Los despachos de cemento al mercado interno dieron cuenta de la mejora del sector, al acelerar su expansión en el segundo trimestre del año.

Las construcciones petroleras se elevaron a un ritmo semejante al observado en el trimestre previo, mientras que el resto de los bloques que componen el indicador retomaron el sendero de crecimiento, luego de cuatro periodos de caídas consecutivas. En particular, las construcciones de infraestructura se incrementaron en torno a 14% i.a., mientras que las obras viales evidenciaron una suba de 9% i.a. en el mismo periodo. En tanto, la edificación de viviendas creció aproximadamente 8% i.a., al tiempo que las construcciones con destino comercial e industrial lo hicieron en torno a 11% i.a. (ver Gráfico 3.19). Finalmente, las construcciones petroleras crecieron 5,3% i.a. (vs. +4,6% i.a. en el primer trimestre).

Gráfico 3.19

Bloques de la Construcción

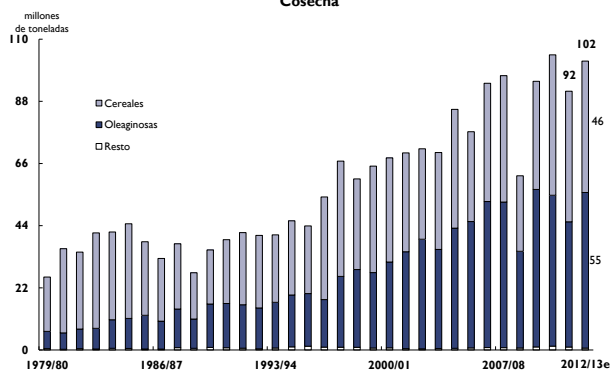


Fuente: INDEC

\*Datos a mayo

Para lo que resta del año, se espera un impacto positivo sobre la actividad sectorial a partir de la continuidad del PRO.CRE.AR, el mayor gasto de capital del sector público que se proyecta para los próximos

**Gráfico 3.20**  
**Cosecha**



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

e: Estimado

meses, los resultados de la exteriorización de capitales y la continuidad de las políticas de estímulo al crédito productivo implementadas por el BCRA.

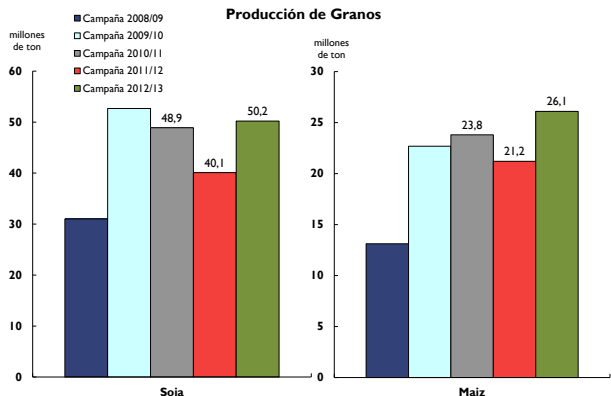
### Sector Agropecuario

El sector agropecuario evidenció un alza de la actividad en el segundo trimestre de 2013. La producción pecuaria volvió a presentar una suba, al tiempo que también se incrementó la actividad agrícola a partir del impacto en el valor agregado de la cosecha gruesa correspondiente a la campaña 2012/13 (ver Gráfico 3.20).

La evolución favorable del sector agrícola responde principalmente al incremento en la producción de maíz y de soja. De acuerdo a las últimas proyecciones del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca (MAGyP)<sup>33</sup>, la cosecha de maíz del ciclo 2012/13 registraría un alza del 23,1% con respecto a la campaña previa, al ubicarse en 26,1 millones de toneladas. De confirmarse las estimaciones, la producción del cereal alcanzaría un máximo histórico, producto de un incremento en el área sembrada de 1,8% y una suba en los rindes cercana al 11%. Por su parte, se estima que la producción de soja alcanzará a 50,2 millones de toneladas (+25,2%), con un crecimiento del área sembrada a 19,12 millones de hectáreas y rindes superiores en aproximadamente 20% a los obtenidos en la campaña pasada (ver Gráfico 3.21).

**Gráfico 3.21**

**Producción de Granos**

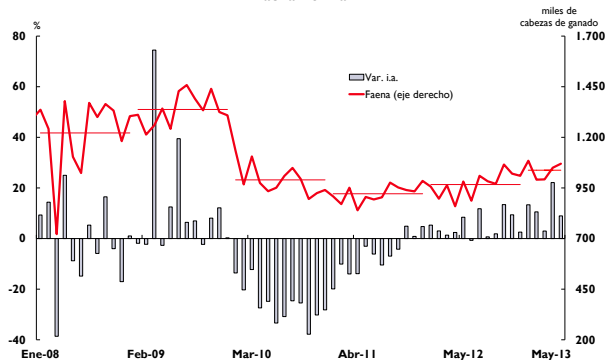


Fuente: Elaboración propia en base a datos de MAGyP

Así, con una cosecha de trigo finalizada en 9 millones de toneladas (-37,9%) y de cebada cervecera en 5,15 millones de toneladas (+26,2%), la producción total agrícola de la campaña 2012/13 incluyendo al resto de los cultivos se proyecta en torno a las 102 millones de toneladas, lo que resultaría en una suba de 12% con respecto a la anterior.

**Gráfico 3.22**

**Faena Bovina**



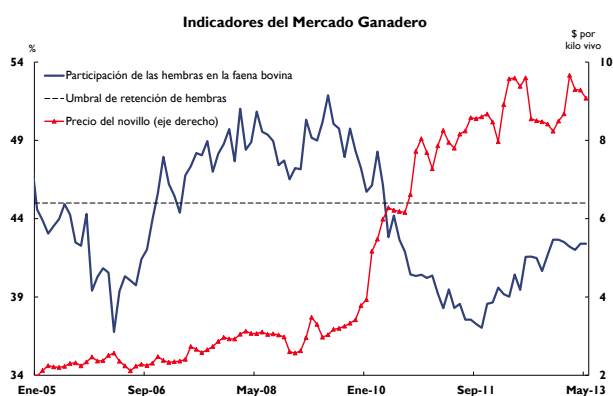
Fuente: Elaboración propia en base a datos de ONCCA y Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca

Por su parte, el sector pecuario incrementó su actividad en el segundo trimestre de 2013<sup>34</sup>. La faena bovina mantuvo su tendencia positiva en el período, con un alza superior a 10% i.a. en los tonelajes obtenidos de los animales enviados a faena (ver Gráfico 3.22). En los últimos meses se observó un aumento en la participación de las hembras en el total faenado, lo que podría estar indicando que el proceso de retención de vientres y de recomposición del *stock* ganadero estaría perdiendo impulso. Esta situación se da en un marco en que los precios del ganado en

<sup>33</sup> Informe Mensual del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca del 19 de junio de 2013.

<sup>34</sup> Este favorable desempeño sectorial capturado por la faena de bovinos y aves de corral difiere de la dinámica registrada en el procesamiento de carnes blancas y rojas relevado por el EMI. No obstante se espera pueda verse reflejado sobre este último en los meses próximos.

Gráfico 3.23



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

pie se situaron en niveles inferiores a los de igual período del año previo (ver Gráfico 3.23). Por su parte, la faena de aves de corral también se elevó en lo que va del trimestre (abril-mayo), en torno al 5% i.a., mientras que la producción de leche permaneció en baja.

## Servicios

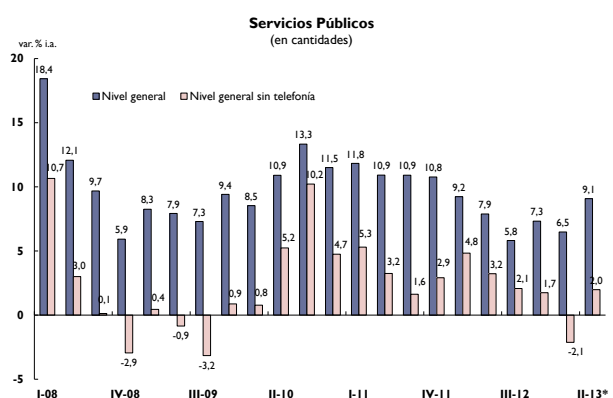
El consumo de servicios públicos permaneció en expansión y continuó sosteniendo el crecimiento de la economía. El indicador de actividad del sector (Indicador Sintético de Servicios Públicos; ISSP) presentó una aceleración de su tasa de expansión en el segundo trimestre —con datos parciales a mayo— a 9,1% i.a. (vs. 6,5% i.a. en el primero) y acumuló una suba de 7,5% i.a. en el transcurso del año (ver Gráfico 3.24).

La telefonía se mantuvo como la principal impulsora de los servicios en el período. El sector creció 15,7% i.a. en el comienzo del segundo trimestre y acumuló un alza similar durante el año (+15,3% i.a.; ver Gráfico 3.25). Las comunicaciones por celular volvieron a evidenciar aumentos interanuales importantes, tanto en las llamadas realizadas como en el envío de mensajes de texto. La telefonía fija continuó con su tendencia negativa, con bajas interanuales en las llamadas urbanas y en las comunicaciones internacionales.

Excluyendo la telefonía, el resto de los servicios en su conjunto mostró una mejora en el margen. El transporte de pasajeros creció en torno a 2% i.a., a partir de la recuperación en la cantidad de pasajeros transportados por el servicio de subterráneos y por la aeronavegación comercial de cabotaje. El transporte de cargas creció con fuerza en el período (+15% i.a.), lo que estaría vinculado al desempeño de la actividad fabril, al crecimiento de la producción agrícola y al incremento de las exportaciones de productos primarios.

Por otro lado, el suministro de electricidad, gas y agua continuó incrementándose (cercano a 2% i.a.), producto de una expansión de la demanda de energía eléctrica que compensó las disminuciones en el consumo de gas natural y en la provisión de agua. El tránsito de vehículos por rutas con peajes recortó su caída a 1,4% i.a. (vs. -5% i.a. en el primer trimestre del año), debido a una baja más moderada del paso de automotores tanto en los accesos a la Ciudad de

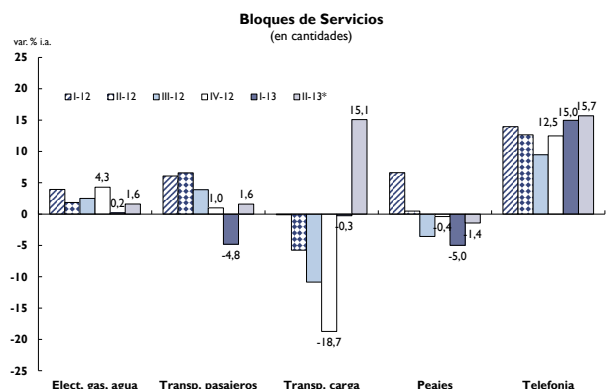
Gráfico 3.24



Fuente: INDEC

\*Datos a mayo

Gráfico 3.25



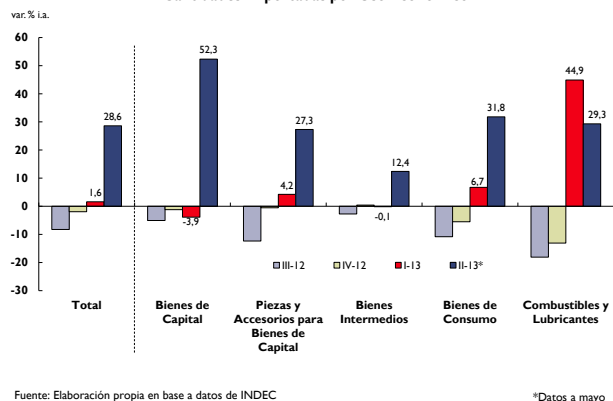
Fuente: INDEC

\*Datos a mayo



Gráfico 3.26

Cantidades Importadas por Uso Económico



Buenos Aires como en rutas nacionales. En tanto, la intermediación financiera continuó creciendo.

### Importaciones

Las cantidades importadas mostraron una aceleración de su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre de 2013 (+28,6% i.a. vs. +1,6% i.a. en el primer trimestre)<sup>35</sup>, producto de la dinamización observada en el nivel de actividad.

La adquisición de Bienes de Capital exhibió una suba cercana a 52% i.a. en el inicio del segundo trimestre del año, tras reducirse 3,9% i.a. en el primero, al tiempo que las importaciones de Piezas y Accesorios incrementaron su aumento a aproximadamente 27% i.a. (ver Gráfico 3.26).

Las compras al exterior de Bienes de Consumo pasaron a crecer en torno a 32% i.a. en el segundo trimestre, mientras que las de Bienes Intermedios lo hicieron en aproximadamente 12% i.a. Por su parte, las importaciones de Combustibles y Energía se elevaron a un ritmo menor que en el trimestre previo (29% i.a. vs. 45% i.a.).

<sup>35</sup> Los datos de cantidades importadas hasta el primer trimestre de 2013 corresponden al informe de periodicidad trimestral de Índices de Precios y Cantidades de Comercio Exterior del INDEC. Para el segundo trimestre de 2013 se utiliza la información que surge de la publicación mensual Intercambio Comercial Argentino (ICA) del INDEC.

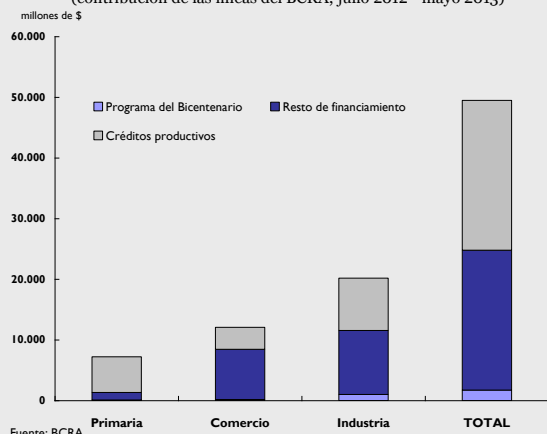
## Apartado 2 / Línea de Créditos para la Inversión Productiva

La Línea de Crédito para Inversión Productiva (LCIP) cumplió un año de vigencia, período en el cual se desarrollaron sus dos primeros tramos<sup>36</sup>. En este período se acordaron préstamos al sector privado por casi \$35.000 millones. Este impulso al crédito productivo tuvo efectos muy contundentes, tanto en la recuperación de la Inversión Privada como en las condiciones de acceso al crédito, en especial para el segmento PyME.

Tras 12 meses de ejecución, la medida aportó el 8,3% del financiamiento de la Inversión Privada. Si bien gran parte de ésta se fondea con recursos propios, la LCIP ha sido significativa al contribuir con el 37,1% de las fuentes externas a las empresas. Asimismo, se estima que el aporte de esta línea equivale al 40% del crecimiento interanual (i.a.) de la Inversión Bruta Interna Fija durante el período de aplicación (jul.12-jun.13 vs. jul.11-jun.12). Aunque no pueda considerarse como la única causa, la línea del BCRA incidió en la ampliación de la participación del crédito al sector privado en el PBI, la cual se incrementó en más de un punto porcentual (p.p.) para alcanzar el 15,7% en junio de 2013.

**Gráfico 1 | Crecimiento del Stock de Crédito a Empresas**

(contribución de las líneas del BCRA; julio 2012 - mayo 2013)



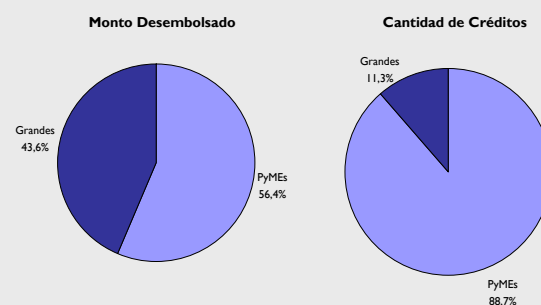
Más allá del impacto sobre el crédito total, la LCIP ha tenido un efecto muy relevante en la expansión de los préstamos a las empresas. Desde mediados de 2012, cuando comenzó a ejecutarse la primera versión de la línea, hasta mayo de 2013 (última información disponible), los recursos canalizados contribuyeron con el 50% del crecimiento del stock de créditos a empresas (ver Gráfico 1). Si además se

considera el aporte del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB), se concluye que el 53,4% del incremento del saldo de préstamos a empresas durante el período se explica en las políticas de financiamiento inducido por el BCRA.

De acuerdo a la información de los préstamos otorgados entre julio de 2012 y mayo de 2013 mediante la LCIP, el 56,4% del monto desembolsado correspondió a firmas de menor tamaño y el restante 43,6% a grandes empresas. En términos de cantidad de operaciones se evidenció una diferencia mayor entre ambos segmentos, debido a la heterogeneidad de los montos involucrados, con una participación de las PyMEs del 88,7% y del 11,3% de las empresas grandes (ver Gráfico 2).

**Gráfico 2 | Distribución de los Montos Otorgados por Tamaño de Firma**

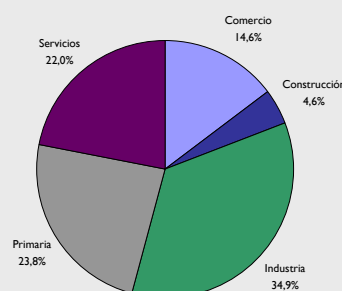
(Línea de Créditos para Inversión Productiva; julio 2012 - mayo 2013)



En cuanto a la distribución sectorial de los créditos efectivizados, la industria se destaca como el principal rubro receptor de fondos, con el 34,9%; le siguen en orden de importancia, las actividades primarias (23,8%), los servicios (22,0%), el comercio (14,6%), y por último, la construcción (4,6%; ver Gráfico 3).

**Gráfico 3 | Distribución Sectorial de los Montos Otorgados**

(Línea de Créditos para Inversión Productiva; julio 2012 - mayo 2013)

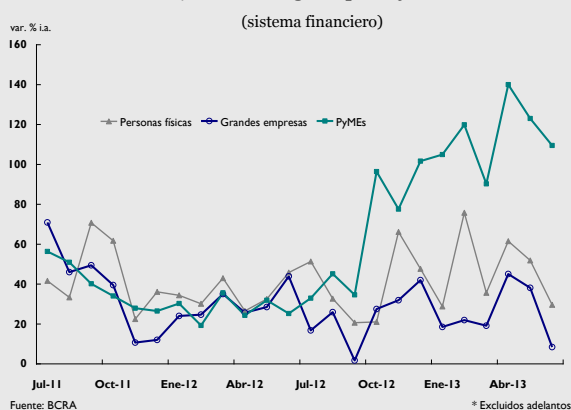


<sup>36</sup> La primera etapa de la Línea de Crédito para Inversión Productiva se implementó mediante la Comunicación "A" 5319 y la segunda, a través de la Comunicación "A" 5380.

Los datos de la evolución de la LCIP demuestran la efectividad del instrumento para atenuar las dificultades de acceso al crédito, especialmente, para las empresas de menor tamaño, y para mejorar las condiciones de los préstamos.

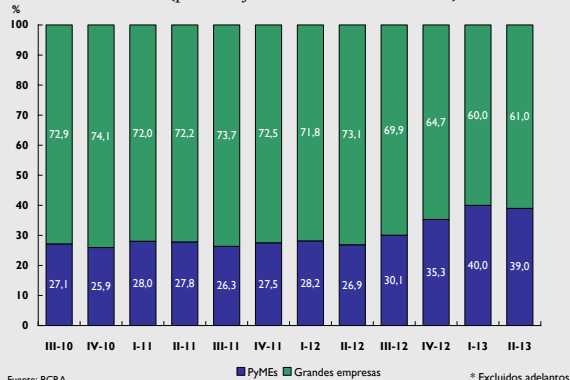
Al respecto, desde la puesta en vigencia de la línea, en julio de 2012, se percibe un significativo incremento de los montos otorgados a firmas de menor porte. Esta tendencia se intensificó a partir de octubre, cuando comenzaron a aparecer variaciones interanuales de los desembolsos a PyMEs superiores al 80%, con varios meses que duplicaron el monto otorgado un año atrás (ver Gráfico 4).

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



La aceleración de los préstamos orientados a firmas de menor tamaño derivó en un incremento de su participación en el financiamiento a empresas: mientras que en el primer semestre de 2012 las PyMEs explicaron el 27,5% del total de créditos desembolsados a empresas, en el segundo, pasaron a representar el 32,7% y, durante la primera mitad de 2013, se acercaron al 40% (ver Gráfico 5).

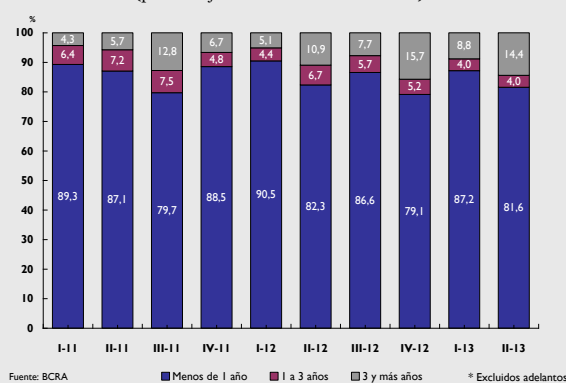
**Gráfico 5 | Participación de los Montos Otorgados a PyMEs**



Desde la implementación de la LCIP también se evidenciaron mejoras en las condiciones del financiamiento, particularmente por el alargamiento de los plazos de amortización de los préstamos. Mien-

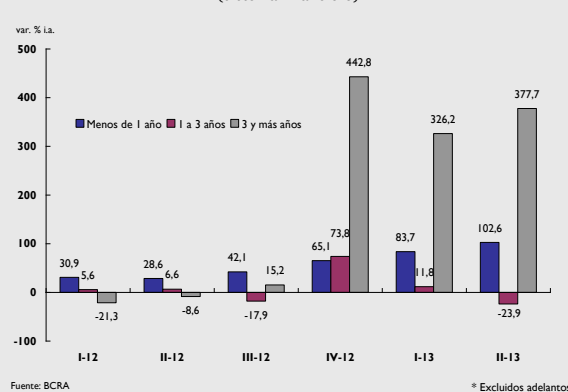
tras que en el último año los préstamos de 3 y más años representaron, en promedio, el 11,7% del total de créditos otorgados, en el período anterior significaban casi 3 p.p. menos (ver Gráfico 6).

**Gráfico 6 | Créditos Otorgados por Plazo de Amortización**



El efecto de la línea productiva en la extensión de plazos de amortización fue más pronunciado para las PyMEs, segmento de empresas que históricamente tuvo dificultades para acceder a crédito de largo plazo. A partir del cuarto trimestre de 2012, luego de completar la primera etapa de esta línea, la variación interanual de los créditos a 3 años y más otorgados a este estrato de empresas superó el 300%, proporción varias veces superior a la expansión observada en los préstamos de tramos más cortos (ver Gráfico 7).

**Gráfico 7 | Créditos Otorgados a PyMEs por Plazo de Amortización**



Por otra parte, la definición de una tasa nominal anual (TNA) máxima para los créditos otorgados en el marco de la LCIP tuvo incidencia directa en el costo del financiamiento. La reducción en las tasas de interés resulta aún más relevante para las PyMEs, dado que estas empresas generalmente deben afrontar costos mayores que las empresas grandes para acceder al crédito bancario. Así, durante 2013, la LCIP permitió el ofrecimiento de préstamos a PyMEs con tasas de interés que se encontraban casi

2 p.p. por debajo a las del promedio del sistema financiero (ver Cuadro 1).

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

Tipo de Línea	Sistema Financiero *	LCIP
Con garantía hipotecaria	16,2	14,9
Con garantía prendaria	16,7	14,8
Documentos	19,1	14,9
Otros	19,0	15,2
<b>TOTAL</b>	<b>16,7</b>	<b>14,9</b>

Fuente: BCRA

\* Datos correspondientes a enero – mayo de 2013. Excluye Adelantos

Por otra parte, como se puede observar en el Cuadro 1, la tasa de interés promedio de los créditos canalizados por la aplicación de la línea productiva durante los primeros meses del año fue inferior a la máxima explicitada en regulación<sup>37</sup>: para el conjunto de bancos involucrados fue de 14,9%, cuando la norma establecía un tope de 15,25%.

Luego de corroborar los resultados positivos obtenidos, el Banco Central lanzó un tercer tramo de la línea productiva para el segundo semestre de 2013. Al igual que sus versiones anteriores, se estableció la obligación de los bancos de destinar el 5% de los depósitos —tomando como base el saldo a fin de mayo pasado— para financiar a las empresas a una tasa del 15,25%, lo que implica inyectar fondos por aproximadamente \$20.000 millones adicionales<sup>38</sup>. De este modo, el BCRA continuará profundizando su apoyo al sector productivo a través de las políticas de regulación crediticia para contribuir con la expansión de la inversión y de la actividad económica.

<sup>37</sup> Comunicación “A” 5380.

<sup>38</sup> Ver Comunicación “A” 5449.

## 4 Condiciones socio-económicas

Durante el primer trimestre del año el mercado laboral continuó generando empleos, a través de la creación de 84 mil puestos de trabajo adicionales. Sin embargo, producto de un mayor aumento de la fuerza laboral, la Tasa de desocupación se ubicó en 7,9% de la Población Económicamente Activa (PEA), incrementándose interanualmente (i.a.) 0,8 puntos porcentuales (p.p.).

La expansión de la PEA (1,6% i.a.) fue superior al crecimiento poblacional, por lo que la Tasa de actividad alcanzó a 45,8% (+0,3 p.p. i.a.). Por su parte, la Tasa de empleo se situó en 42,2%, similar a la observada un año atrás (42,3%), con un ritmo de generación de empleo superior al evidenciado en igual lapso de 2012 (0,8% i.a. vs. 0,6% i.a.).

En cuanto a la calidad del empleo creado, en el primer trimestre del año prevaleció la generación de puestos de tiempo parcial. Como consecuencia, la Tasa de subocupación se elevó al 8% de la PEA y la Tasa de desempleo abierta (compuesta por desocupados y subocupados que buscan activamente empleo) se incrementó al 13,4% de la PEA. Por su parte, los últimos datos disponibles señalaron que la Tasa de informalidad se redujo 0,8 p.p. en términos interanuales, equivalente a 62 mil personas, hasta representar el 32% de los asalariados.

Los salarios de la economía en su conjunto aumentaron en la primera parte del año a un ritmo menor que el promedio del 2012, pero semejante al evidenciado en diciembre pasado. En los próximos meses se espera que las remuneraciones mantengan un ritmo de crecimiento interanual similar al actual, en virtud de los resultados análogos a los de 2012 de las negociaciones paritarias celebradas. En ese marco, la masa salarial se mantuvo en niveles elevados en términos históricos y, en conjunto con las políticas de ingresos, con nuevos incrementos en las transferencias orientadas hacia los sectores de menores recursos en los meses recientes, continuaron favoreciendo una mejora en la distribución del ingreso.

Durante el segundo trimestre, en línea con el mayor dinamismo observado en la actividad económica, la demanda de nuevas posiciones laborales se habría mantenido en alza, tal como lo reflejan las encuestas del mercado sobre expectativas de empleo.

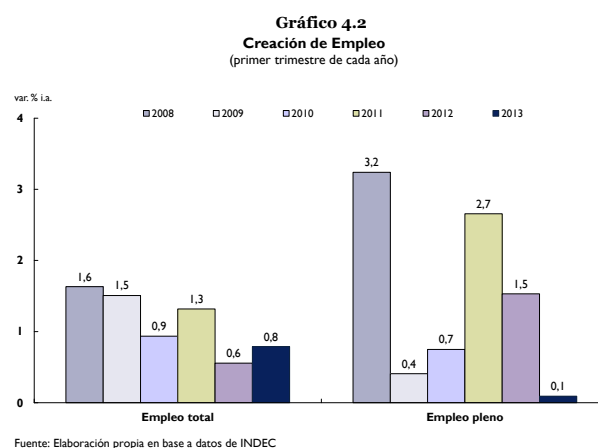
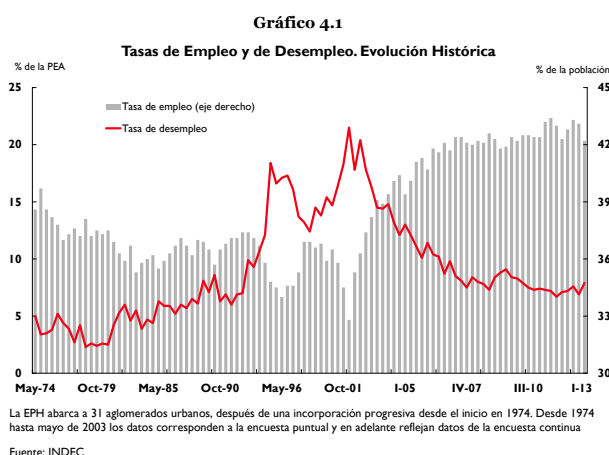
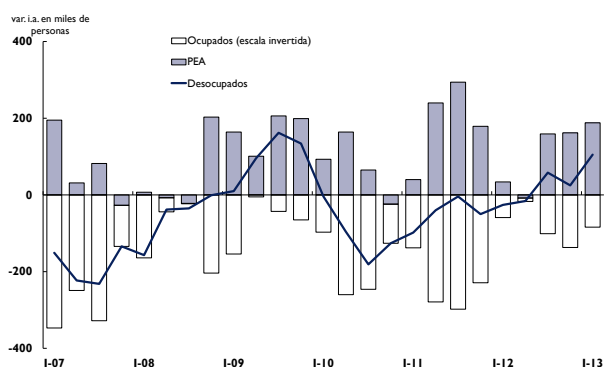


Gráfico 4.3

Evolución de la Población Económicamente Activa



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico 4.4

Tasa de Desocupación por Regiones. Primer trimestre de 2013\*

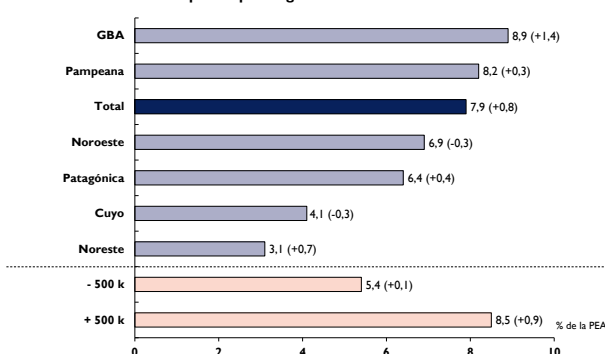
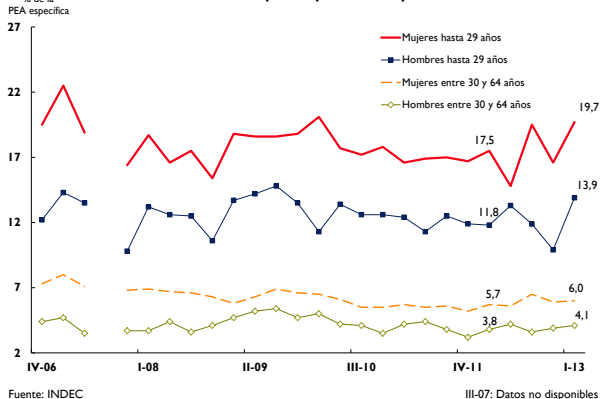
\*Entre paréntesis se indica la variación en p.p. de la Tasa de desempleo respecto de igual trimestre del año anterior  
Fuente: INDEC

Gráfico 4.5

Tasa de Desocupación por Género y Edad



Fuente: INDEC

III-07: Datos no disponibles

## 4.1 Principales Indicadores del Mercado Laboral

Según la última información disponible de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), que releva los 31 aglomerados urbanos, la Tasa de desocupación se ubicó en 7,9% de la Población Económicamente Activa (PEA) en el primer trimestre de 2013, lo que respresenta un incremento de 0,8 puntos porcentuales (p.p.) con respecto a la tasa observada en igual período del año pasado (ver Gráfico 4.1).

Este incremento del desempleo se debió a que la creación de nuevos puestos de trabajo fue inferior al aumento de la fuerza laboral. En particular, el número de personas desocupadas en los 31 aglomerados urbanos relevados se elevó en 105 mil personas en el primer trimestre de 2013 con relación al primer trimestre de 2012, como consecuencia de la incorporación de 189 mil personas a la fuerza laboral, cantidad que no alcanzó a ser absorbida por la creación de 84 mil nuevos puestos de trabajo en el mismo lapso (ver Gráfico 4.3).

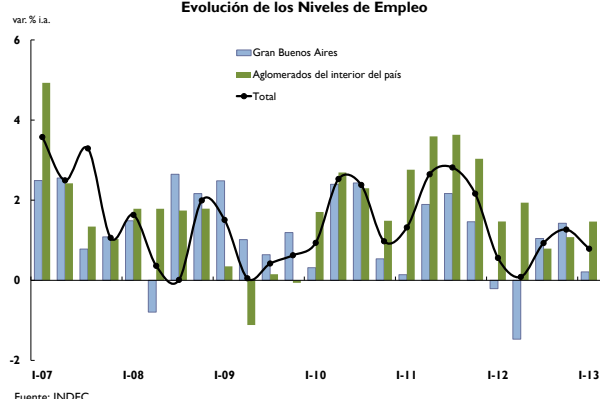
La Tasa de desempleo exhibió una dinámica heterogénea en los Aglomerados del Interior del País (AIP) y en el Gran Buenos Aires (GBA). Mientras que en el GBA la Tasa de desempleo alcanzó a 8,9%, con un alza de 1,4 p.p. en relación al primer trimestre de 2012, la desocupación en el interior se mantuvo estable en 6,8%.

Dentro de las regiones del interior del país también se observaron desempeños dispares (ver Gráfico 4.4). En el Noreste, la Patagonia y la región Pampeana la Tasa de desocupación se incrementó en el primer trimestre entre 0,3 y 0,7 puntos porcentuales respecto al mismo lapso de 2012, mientras que en el Noroeste y Cuyo disminuyó 0,3 p.p.

Considerando a la población por tramos de edad, las tasas de desocupación más elevadas siguieron registrándose entre los jóvenes —personas de hasta 29 años de edad— y, dentro de este conjunto etario, en las mujeres (19,7% en mujeres y 13,9% en hombres). En el primer trimestre de 2013 el desempleo en relación a la PEA aumentó 2,1 p.p. interanuales (i.a.) para los hombres jóvenes mientras que se elevó 0,3 p.p. i.a. para los adultos. En cuanto a las mujeres, la Tasa de desempleo para las jóvenes creció 2,2 p.p. al tiempo que se incrementó 0,3 p.p. para las de mayor edad (ver Gráfico 4.5). La desocupa-



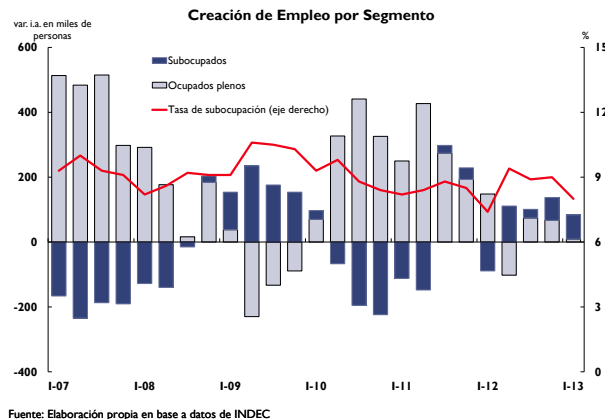
**Gráfico 4.6**  
**Evolución de los Niveles de Empleo**



ción de los jefes de familia se ubicó en 4,1% de la PEA, manteniéndose inalterada en relación al primer trimestre de 2012.

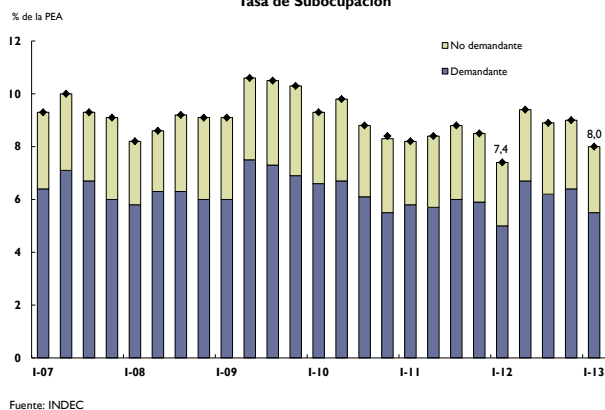
Dado que el ritmo de incremento de la ocupación en el trimestre fue similar al crecimiento poblacional, la Tasa de empleo<sup>39</sup> se mantuvo en niveles similares a los de igual período de 2012 (42,2%; -0,1 p.p. i.a.). El nivel de ocupación en los 31 aglomerados relevados por la EPH alcanzó a 10,7 millones de personas en el primer trimestre del año, ocasionando un aumento de 0,8% en el número de personas ocupadas con respecto a un año atrás. De esta manera, si bien la generación de empleo aminoró su marcha en relación al cierre de 2012 —cuando había crecido al 1,3%—, fue superior al 0,6% i.a. evidenciado en igual lapso del año pasado. Este incremento se registró fundamentalmente en el interior del país, donde la suba alcanzó a 1,5% i.a. (ver Gráficos 4.2 y 4.6).

**Gráfico 4.7**  
**Creación de Empleo por Segmento**



En lo que respecta a la calidad del empleo, de los 84 mil puestos de trabajo generados entre el primer trimestre de 2012 y el primer trimestre de 2013, 75 mil fueron de tiempo parcial o subempleos y los restantes fueron de tiempo completo (ver Gráfico 4.7). Los trabajadores de medio tiempo representaron entre enero y marzo de 2013 el 8% de la PEA, con una Tasa de subocupación demandante<sup>40</sup> que se incrementó en 0,5 p.p. en términos interanuales, hasta 5,5% (ver Gráfico 4.8). De esta manera, en el primer trimestre de 2013 la Tasa de desocupación abierta (desocupados + subocupados demandantes) llegó a 13,4% de la PEA, 1,3 p.p. por encima de igual período de 2012.

**Gráfico 4.8**  
**Tasa de Subocupación**



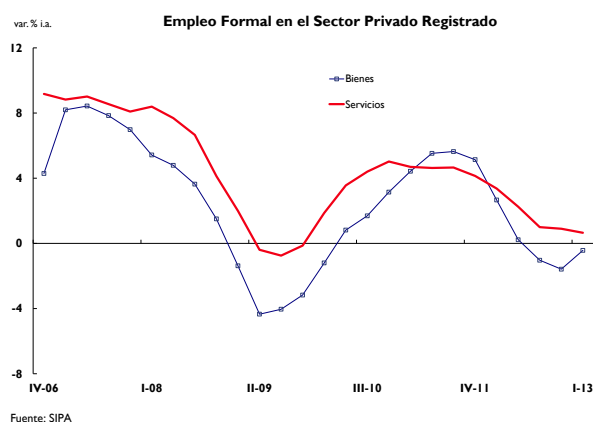
Los datos del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) exhibieron un incremento del empleo formal o registrado de 0,8% i.a., en el primer trimestre del año, ritmo semejante al registrado en los dos períodos previos.

En el sector privado la incorporación de trabajadores formales se elevó 0,3% i.a. en el primer trimestre de 2013. Esta dinámica respondió a una suba en la cantidad de puestos de trabajos en los sectores productores de servicios (+0,7% i.a.), que compensó la disminución de la dotación de personal en las ramas productoras de bienes (-0,4% i.a.; ver Gráfico 4.9).

<sup>39</sup> Cociente entre la población ocupada y la población total.

<sup>40</sup> Cociente entre el número de subocupados que busca activamente empleo y la PEA.

Gráfico 4.9

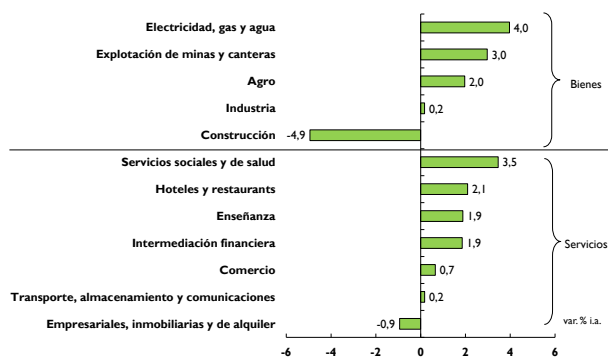


Entre los sectores productores de servicios se destacaron los aumentos de personal registrado en Servicios sociales y de salud (+3,5% i.a.), Hoteles y restaurantes (+2,1% i.a.) e Intermediación financiera y Enseñanza (1,9% i.a. en ambos casos), mientras que se observó una retracción en el nivel de empleo formal en las Actividades empresariales, inmobiliarias y de alquiler (-0,9% i.a.).

Dentro de los sectores productores de bienes, la Construcción fue la responsable de la caída interanual en la creación de empleo formal en el trimestre, al exhibir una merma de 4,9% i.a. El resto de los bloques evidenció incrementos, destacándose las subas en Electricidad, gas y agua (+4% i.a.) y en Explotación de minas y canteras (+3% i.a.), y las recuperaciones en la Industria (+0,2% i.a.) y en el Agro (+2% i.a.; ver Gráfico 4.10).

Gráfico 4.10

**Creación de Empleo Privado Formal**  
(primer trimestre de 2013)

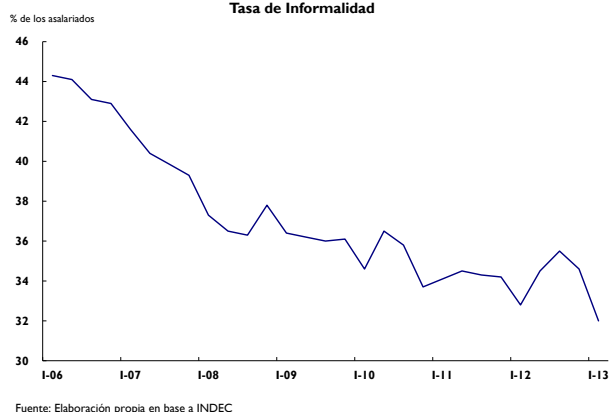


Durante el primer trimestre el empleo formal en el sector público se incrementó 3,2% i.a.

En línea con el crecimiento del empleo formal, el número de asalariados sin descuentos jubilatorios se ubicó en torno a los niveles mínimos de la serie histórica. Como resultado, la Tasa de informalidad de la economía se redujo 0,8 p.p. en relación a un año atrás, hasta representar al 32% de los asalariados en el primer trimestre de 2013 (ver Gráfico 4.11).

Gráfico 4.11

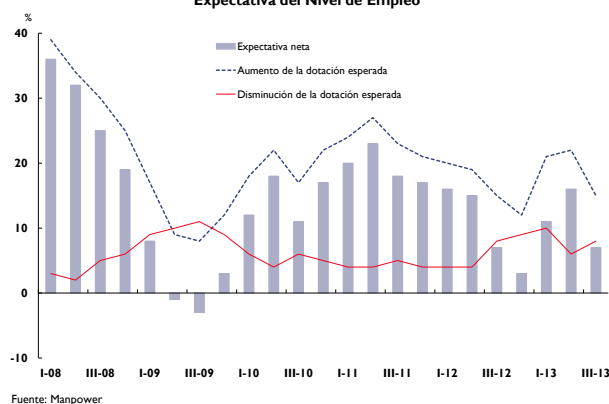
**Tasa de Informalidad**



Entre abril y junio de 2013 la demanda de nuevas posiciones laborales habría permanecido en alza, situación que se mantendría durante el tercer trimestre del año (ver Gráfico 4.12). Según una encuesta realizada a empleadores sobre la evolución de la dotación de personal<sup>41</sup>, las expectativas de empleo evidenciaron un crecimiento. La previsión neta, es decir el porcentaje de encuestados que espera un aumento en las contrataciones menos el porcentaje que prevé disminuciones, se ubicó en 16% en el segundo trimestre y en 7% en el tercero. A nivel sectorial, los empresarios de la Agricultura y la pesca revirtieron sus expectativas y se ubican entre los más optimistas, al igual que los entrevistados de los sectores de la Construcción, la Minería y las Manufacturas. En tanto, son menos auspiciosas las previsiones de los empresarios del Sector Transporte y del Comercio mayorista y minorista, mientras que se ubican en terreno negativo las

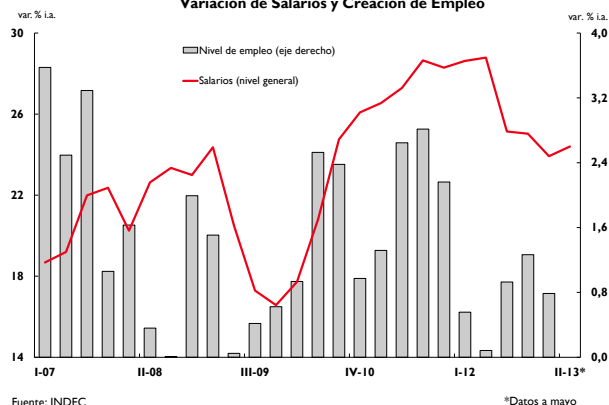
<sup>41</sup> Manpower: Encuesta de Expectativas de Empleo realizada en mayo de 2013 a una muestra representativa de 800 empleadores de todo el país a los que se les preguntó si prevén modificaciones en el nivel de empleo de su empresa durante el período en curso.

**Gráfico 4.12**  
**Expectativa del Nivel de Empleo**



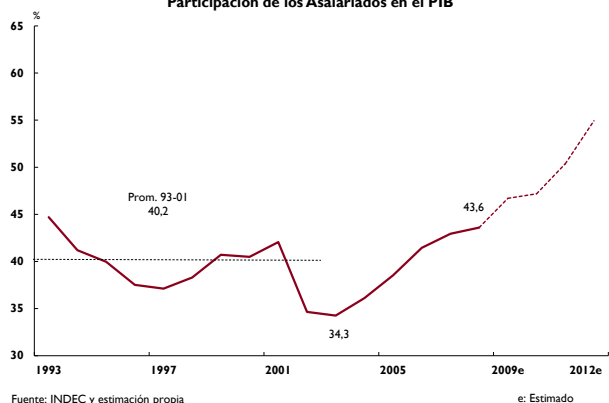
**Gráfico 4.13**

**Variación de Salarios y Creación de Empleo**



**Gráfico 4.14**

**Participación de los Asalariados en el PIB**



perspectivas de los encuestados del sector Finanzas, Seguros y Bienes raíces.

## 4.2 Ingresos

Durante el primer semestre del año, los ingresos de las familias se mantuvieron en alza, producto de la solidez del mercado laboral y de la permanencia de las políticas públicas destinadas a los hogares de menores recursos (ver Apartado X).

En cuanto a los ingresos laborales, mientras que en febrero pasado se incrementó un 25% i.a. el Salario Mínimo Vital y Móvil (a \$2875), el nivel general de Salarios de la economía creció en promedio 24,2% i.a. durante lo transcurrido 2013. De este modo, las remuneraciones se elevaron durante el corriente año en menor cuantía que en el promedio de 2012 (26,8% i.a.), pero a un ritmo semejante al registrado en diciembre pasado, de 24,5% punta a punta (ver Gráfico 4.13). El incremento fue impulsado nuevamente por la dinámica del sector privado, mientras que las remuneraciones del sector público crecieron en menor magnitud.

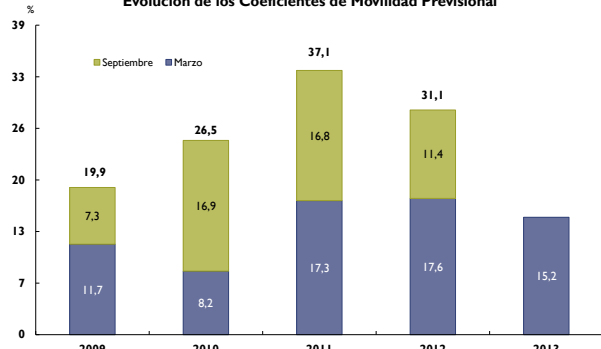
Para los próximos meses se espera que se mantenga el ritmo de suba interanual actual, dado que los acuerdos salariales alcanzados fueron similares a los de 2012. Entre los convenios más representativos se destacan el de empleados de comercio, con un alza de 24% para 2013, en línea con lo acordado el año anterior. El gremio de la construcción, con una mejora del 25,1%, y el de los metalúrgicos, con un aumento del 24%, lograron incrementos levemente por encima de los pactados en 2012. Entre los sectores que experimentaron las mayores subas se encuentran los encargados de edificios, con un 33% de aumento —aunque en 2013 incide un 24%—; los docentes universitarios, con 29% —22% dentro de este año—; y los trabajadores de la sanidad, que lograron una mejora salarial de 28,3% en 2013. En tanto, fueron inferiores a los aumentos del año pasado, las subas del sector bancario (24% vs. 24,5%) y de la alimentación (26,5% vs. 27,5%; ver Sección 7).

En este marco, como consecuencia del incremento en el empleo y en las remuneraciones laborales, se registró nuevamente un crecimiento de la masa salarial, que volvió a situarse en niveles máximos históricos (ver Gráfico 4.14).

En lo que respecta a las políticas públicas de transferencias, la Asignación Universal por Hijo y la

Gráfico 4.15

Evolución de los Coeficientes de Movilidad Previsional



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, ANSeS y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Gráfico 4.16

Coeficiente de Gini\*

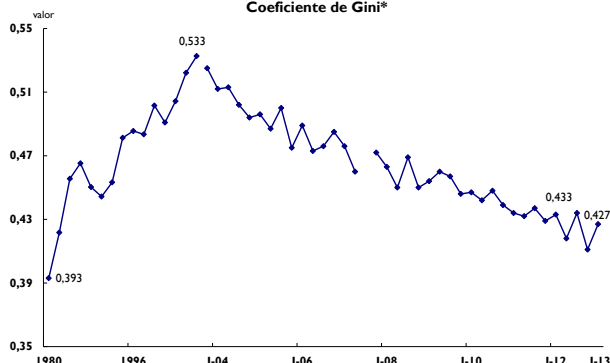
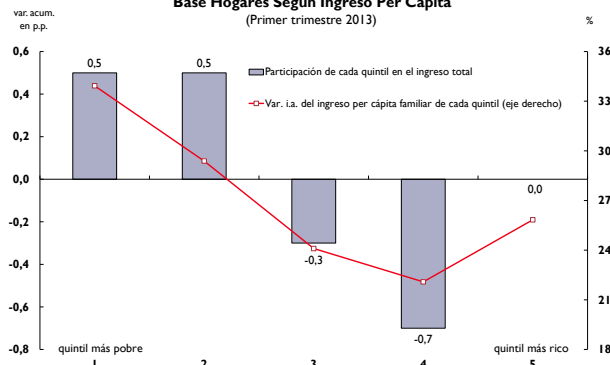
\*Indicador de desigualdad que toma valores entre 0 (situación de perfecta igualdad) y 1 (total desigualdad)  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de SEDLAC e INDEC

Gráfico 4.17

Base Hogares Según Ingreso Per Cápita  
(Primer trimestre 2013)

Fuente: INDEC

asignación por Embarazo para Protección Social se incrementaron 25,9% en octubre de 2012 y 35,3% en junio, hasta \$460 mensuales. De acuerdo a información suministrada por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) al menos 3,5 millones de chicos y adolescentes están beneficiados por esta asignación. Adicionalmente, se actualizaron los topes y se incrementaron los montos del resto de las asignaciones familiares para los trabajadores formales, con mayor impacto sobre las familias de menores ingresos. Cabe destacar que, según la ANSeS, en total son más de 7 millones los menores cubiertos por el beneficio de las Asignaciones familiares, con la incorporación de casi 700.000 beneficiarios por la actualización reciente de los topes. A su vez se otorgó una ayuda escolar extraordinaria en el mes de junio, adicional al beneficio otorgado con regularidad en marzo. Por otro lado, en el marco de la Ley de Movilidad Previsional, las jubilaciones y pensiones se elevaron 11,4% en septiembre de 2012 y 15,18% desde marzo de este año, en un marco en que la cobertura previsional se ubicó en 94,3% en 2012 (ver Gráfico 4.15 y Sección 6).

Como consecuencia del desempeño del mercado de trabajo y de las políticas de ingresos, siguieron observándose mejoras en los indicadores que miden la distribución del ingreso. El coeficiente de Gini<sup>42</sup>, elaborado por el INDEC, continuó en la senda descendente y se situó en 0,427 en el primer trimestre de 2013, tras ubicarse en 0,433 en igual período del año anterior (-1,4% i.a.; ver Gráfico 4.16). Esta dinámica obedeció a un aumento en la participación de los quintiles más bajos en el ingreso total. En particular, los ingresos de los dos quintiles más bajos de la población crecieron 33,9% i.a. y 29,4% i.a., respectivamente, incrementando su participación en el ingreso total en 0,5 p.p. i.a. en ambos casos. En tanto, los ingresos de los quintiles superiores se elevaron en menor cuantía, reduciendo su participación en el ingreso total (ver Gráfico 4.17).

<sup>42</sup> El coeficiente de Gini es una medida de distribución del ingreso. Es igual a cero si todas las unidades reciben lo mismo y se aproxima a la unidad al incrementarse la desigualdad de la distribución.

## Apartado 3 / Tendencias en materia de promoción y protección social en países emergentes

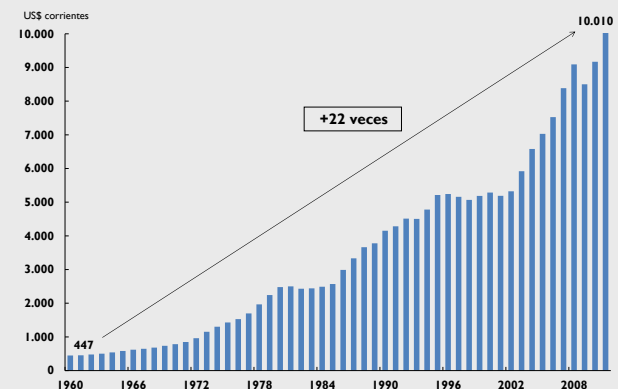
Pese a los significativos avances logrados en las últimas décadas, los países en desarrollo aún enfrentan enormes desafíos sociales. Los denominados Objetivos del Milenio por los que, en el año 2000, los 189 países miembros de las Naciones Unidas acordaron entre otros, erradicar la pobreza extrema y el hambre para el año 2015, se perciben hoy como muy difíciles de cumplir. El proceso de globalización que ha vivido la economía mundial en las últimas décadas no ha sido equitativo. En este marco de evolución asimétrica, las actuales pautas de crecimiento económico caracterizadas por la escasa generación de empleo, han exacerbado las diferencias de ingresos en el seno de las naciones y las brechas de desarrollo entre los países, aumentando la exposición de los grupos más vulnerables a diversos riesgos. La experiencia tras la profundización de la crisis financiera internacional en materia de promoción y protección social en los países emergentes condujo a un abordaje distinto de las relaciones entre las políticas sociales y económicas, al reconocer la necesidad de una articulación eficaz de las mismas para promover las condiciones de desarrollo integral de los países.

Si bien el PIB per cápita global es 20 veces superior al de 1960, la satisfacción de las necesidades básicas sigue limitándose a un número relativamente reducido de personas (ver Gráfico 1). Según la Organización Internacional del Trabajo (OIT) el 75% de la población mundial no recibe una protección social adecuada, 1.400 millones de personas viven con menos de US\$2,6 diarios y las desigualdades sociales han aumentado<sup>43</sup>. Durante las últimas dos décadas, el 20% más rico de la población mundial recibió más del 70% de los ingresos totales, mientras que el 20% más pobre percibió aproximadamente el 2%<sup>44</sup>.

Frente a este escenario, la Organización de las Naciones Unidas y, en particular, la OIT y la Organización Mundial de la Salud (OMS) comenzaron a promover estrategias de recuperación económica haciendo foco en la temática social. Puntualmente, tras

la crisis financiera internacional, nació el denominado Piso de Protección Social (PPS) que se ha difundido rápidamente entre los órganos de las Naciones Unidas, las instituciones financieras internacionales y otros actores globales (como el Grupo de los 20 —G-20—). En este marco se recopilaban experiencias exitosas de implementación del PPS en 15 países del hemisferio sur, entre los que se encuentra la Argentina. Dichos relevamientos sirvieron de base para ilustrar diversas cuestiones relacionadas con su diseño. En términos generales, se concluyó que, durante la actual crisis económica y financiera, muchas de las medidas propias del PPS han actuado no sólo como factores directos de mejora de las condiciones de vida de la población sino también como eficaces estabilizadores anti-cíclicos, fortaleciendo los mercados internos.

Gráfico 1 | PIB per Cápita Mundial



Fuente: Elaboración propia en base al Banco Mundial

El concepto de PPS se refiere a la necesidad de proveer desde el Estado ciertas garantías esenciales durante todo el ciclo vital, prestándose especial atención a grupos vulnerables (por estatus socioeconómico, ingresos, género, maternidad, etnicidad, discapacidad, etc.). Asimismo, las políticas tendientes a mejorar el acceso a los servicios esenciales y otorgar transferencias monetarias y/o en especies a personas de bajos recursos contribuyen al logro de un crecimiento económico fuerte, sostenible y equilibrado.

Investigaciones recientes<sup>45</sup> señalan que la ampliación de los sistemas de protección social puede, además de mejorar las condiciones de vida y ejercer

<sup>43</sup> OIT (2011). *Políticas salariales en tiempos de crisis* (Ginebra). El análisis de los salarios en 83 países (que representan el 70% de la población mundial) muestra que durante el período 1995-2007 las diferencias entre los salarios más altos y los más bajos aumentaron en más de 2/3 de los países. Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo, Informe sobre Desarrollo Humano (2010) *La verdadera riqueza de las naciones: Caminos al desarrollo humano* (Nueva York).

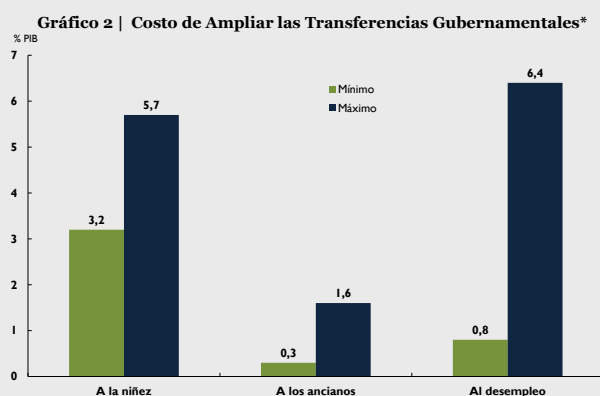
<sup>44</sup> Ortiz, I.; Cummins, M. (UNICEF, 2011) *Global inequality: Beyond the bottom billion. A rapid review of income distribution in 141 countries* (Nueva York).

<sup>45</sup> Padoan, P.C. (2010) *How to correct global imbalances*, OECD Observer, núm. 279 (París).



un rol anti-cíclico, contribuir a la reducción de los desequilibrios globales provocados por el exceso de ahorro privado en los países en desarrollo. En muchas economías las familias postergan consumo más de lo que se considera óptimo desde el punto de vista macroeconómico porque carecen de una red de cobertura social a la cual acudir ante eventuales enfermedades, accidentes o pérdidas de empleos, incluso para su jubilación.

Los países europeos en general y otros como Australia, Canadá o Japón se caracterizaron por haber construido sólidos sistemas de protección social a lo largo de su historia. Sin embargo, a partir de la crisis financiera y ante la fragilidad de las posiciones fiscales, se han intensificado las presiones a favor de la austeridad y el ajuste fiscal.



\*Corresponde al costo estimado por la CEPAL para 6 países latinoamericanos en 2010  
Fuente: CEPAL

En cuanto al costo fiscal asociado a estas políticas, diversos estudios sostienen que un paquete básico es viable incluso en los países más pobres. De un grupo de 100 países en desarrollo analizados se determinó que el costo de acabar con la pobreza extrema en la vejez ascendía a menos de un 1% del PIB al año en el 66% de los casos<sup>46</sup>. Se preveía además que dichos costos seguirían siendo modestos hasta 2050, a pesar del rápido envejecimiento poblacional. A similares conclusiones arribó un trabajo de la CEPAL<sup>47</sup> para los países latinoamericanos (ver Gráfico 2).

Si bien históricamente los países avanzados han destinado más recursos a ese tipo de planes, en los años recientes varias naciones emergentes realizaron avances significativos en materia de protección social, destacándose Asia y América latina.

En India, por ejemplo, el Programa Nacional de Garantía de Empleo Rural Mahatma Gandhi garantiza 100 días anuales de empleo por hogar y ha beneficiado a 52,5 millones de hogares. Además, en 2008, se puso en marcha un régimen de seguro de salud con más de 25 millones de beneficiarios. En 2009 China comenzó a otorgar pensiones rurales para dar cobertura a más de 700 millones de personas hasta el año 2020. También incrementó la cobertura de salud básica del 15 al 85% de la población entre 2003 y 2008<sup>48</sup> (ver Cuadro 1).

**Cuadro 1 | Emergentes. Medidas de Ampliación de la Protección Social en la Última Década**

	Cobertura de salud y asistencia social	Piso de ingresos laborales y no laborales	Cobertura en seguridad social e ingresos de adultos mayores y discapacidad
<b>China</b>	Extensión del Seguro de asistencia médica y Sistema de cooperativas médicas rurales	Reforma en el seguro de desempleo y ampliación del seguro de accidentes de trabajo	Sistema de protección rural de la vejez
<b>India</b>	Régimen de seguro social (Rashtriya Swasthya Bima Yojana)	Programa Nacional de Garantía de Empleo Rural (Mahatma Gandhi)	
<b>Brasil</b>	Sistema Único de Salud de carácter universal	Régimen de pensiones rurales y programas de transferencias condicionadas (Bolsa Familia y Brasil Sem Miséria)	Pensiones no contributivas de asistencia social para personas mayores y personas con discapacidad
<b>Sudáfrica</b>		Programa de transferencias monetarias basadas en el nivel de ingresos para el cuidado de los niños	Programa de subvenciones para las personas mayores
<b>México</b>	Seguro de salud pública que incluye a los trabajadores informales (Seguro Popular)	Programa de transferencias condicionadas de efectivo (Oportunidades)	
<b>Tailandia</b>	Atención universal de salud		Régimen de pensiones para el sector informal
<b>Filipinas</b>	Ampliación del sistema de seguro médico (PhilHealth)		
<b>Indonesia</b>		Programa de transferencias condicionadas (Keluarga Harapan) y extensión de seguro de accidentes para los trabajadores	Ampliación de pensiones y prestaciones en caso de muerte

Fuente: Elaboración propia en base a OIT, Naciones Unidas, GESS, Banco Asiático de Desarrollo

En Brasil se implementaron diferentes medidas, como el régimen de pensiones rurales, el programa de transferencias condicionadas “Bolsa Familia”, el sistema único de salud y las pensiones no contributivas de asistencia social para personas mayores y con discapacidad. Además, en 2011 se inició el programa “Brasil sin miseria”, uno de cuyos objetivos es proporcionar un ingreso mínimo a fin de erradicar la pobreza extrema para 2014. El programa Oportunidades de México ha beneficiado a cerca de 5,7 millones de familias y permitió que 1,7 millones de personas salieran de la extrema pobreza. Además, aproximadamente 51,8 millones de ciudadanos están cubiertos por un seguro de salud público, incluidos los trabajadores informales.

La experiencia argentina también resulta notoria. En nuestro país los avances en las condiciones del mer-

<sup>46</sup> Estudio Económico y Social Mundial (2007) - Naciones Unidas.

<sup>47</sup> Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2010). *La hora de la igualdad: Brechas por cerrar, caminos por abrir*. (Santiago de Chile).

<sup>48</sup> He Yafei, representante de China ante la ONU (2011) *Expanding social security in China*. Taller del Grupo consultivo del PPS (Ginebra).



cado de trabajo actuaron como nexo fundamental entre la expansión económica y el bienestar de los hogares luego de la crisis de 2002. Además, mediante la intervención del Estado se logró garantizar una mayor equidad y un umbral de protección social. Entre las acciones más destacables promovidas en los últimos 6 años se encuentran: la Asignación Universal por Hijo (AUH; un programa de transferencias monetarias condicionadas<sup>49</sup> y directas a los niños y adolescentes en situación de vulnerabilidad socioeconómica) y por embarazo (no contributivas); la ampliación de la cobertura previsional (incluyendo la Moratoria previsional<sup>50</sup>) y los programas orientados a la capacitación de los trabajadores y a la generación, mantenimiento y formalización del empleo (incluyendo al Programa “REPRO”<sup>51</sup> y al Conectar Igualdad<sup>52</sup>).

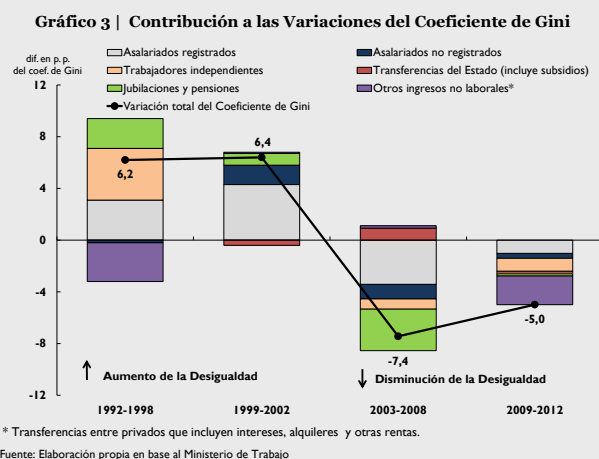
Así, desde 2003 se logró una substancial mejora en la distribución del ingreso en la Argentina. El Coeficiente de Gini<sup>53</sup> se ubicó a fines de 2012 en 41,1 frente a un máximo de 53,5 diez años atrás, recuperando así los niveles observados a comienzos de los años noventa. Al analizar los factores que explicaron la mayor equidad<sup>54</sup>, se verifica que los ingresos laborales fueron los principales determinantes de la mejora distributiva, lo que respondió tanto a un aumento del empleo como a una reducción de las diferencias salariales. En tanto, entre 1992 y 2002 dicho factor operó en sentido inverso (ver Gráfico 3).

Además, las políticas de protección social han demostrado ser una fuente relevante para explicar los cambios en la desigualdad. Se destaca en particular la incidencia del régimen previsional vigente entre 2003 y 2008, contrastando con lo ocurrido en la década anterior. En ese sentido, la Argentina pasó a tener la tasa de cobertura en materia de jubilaciones

más alta de América latina, con 9 de cada 10 personas mayores en edad jubilatoria que reciben algún tipo de beneficio previsional frente a una Tasa de cobertura del 66,1% registrado en 2003<sup>55</sup>.

Por su parte, con la implementación de la AUH se logró asistir a la población menor de 18 años que no estaba alcanzada por el régimen de asignaciones familiares (28,4% de la población objetivo).

Todas esas medidas, conjuntamente con las mejoras laborales, permitieron reducir significativamente la brecha de ingresos per cápita familiar entre el decil más rico y el más pobre, que cayó desde 28,2 puntos porcentuales (p.p.) en 2003 a 16,8 p.p. en 2012.



En síntesis, la experiencia internacional muestra que los Pisos de Protección Social pueden ser ampliados gradualmente y son relativamente accesibles por el impacto de su costo fiscal. La Argentina desarrolló un conjunto de políticas públicas en los últimos años con resultados muy positivos. Estas medidas, como bien identifica la literatura específica, constituyen estrategias importantes para lograr reducir la desigualdad en la distribución del ingreso pero también para potenciar el crecimiento económico sostenido con ciclos de expansión de mayor duración. Estos elementos, conjuntamente con otras externalidades positivas derivadas de la implementación de estas políticas, como las mejoras de la productividad de la fuerza de trabajo, los mayores ingresos fiscales generados a partir de la fortaleza de los mercados internos y la mayor capacidad de adaptación de la sociedad al volátil entorno global, atenúan el costo de financiamiento de los programas.

<sup>49</sup> Los titulares deben acreditar el cumplimiento de los controles sanitarios y el plan de vacunación de sus hijos, y, para los niños en edad escolar se deben certificar el cumplimiento del ciclo escolar lectivo correspondiente.

<sup>50</sup> Esta moratoria estuvo dirigida fundamentalmente a las personas que no completaban los 30 años de aportes requeridos por ley para jubilarse.

<sup>51</sup> Permite que, ante una situación de riesgo de continuidad laboral en el sector privado, el Gobierno intervenga para evitar despidos, incluso abonando parte de salarios de los empleados.

<sup>52</sup> Creado en 2010, garantiza la capacitación en el uso de las herramientas tecnológicas y el acceso a Internet a futuros entrantes al mercado de trabajo a partir de la entrega de *netbooks* a estudiantes de escuelas públicas.

<sup>53</sup> Expresado en porcentaje, toma valor “0” cuando existe perfecta igualdad y 100 cuando la desigualdad es máxima. Se consideró el ingreso per cápita familiar.

<sup>54</sup> Lucía Trujillo y Soledad Villafañe (2011) *Distribución del ingreso. Enfoques y políticas públicas desde el Sur. 8 Dinámica distributiva y Políticas Públicas: Dos décadas de Contrastes en la Argentina Contemporánea*. Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

<sup>55</sup> Datos de la Administración Nacional de Seguridad Social.

## 5 Sector Externo

Las exportaciones de bienes aumentaron levemente entre enero y mayo de 2013 respecto de igual período del año previo, producto de un ligero incremento tanto de los precios como de las cantidades. Luego de que las menores ventas externas de trigo impactaran negativamente durante el primer trimestre del año, las exportaciones de Productos primarios y de Manufacturas de origen agropecuario observaron un repunte asociado a las ventas del complejo sojero y de maíz. En cuanto a las ventas de productos industriales, éstas volvieron a incrementarse en el segundo trimestre, motorizadas por la fuerte recuperación de las exportaciones automotrices, en particular las destinadas a Brasil. Las importaciones crecieron a una tasa mayor que las exportaciones, tanto por efecto de las mayores cantidades como de los precios, afectadas en parte por la baja base de comparación interanual. Todos los usos de importación subieron, destacándose las compras externas de Combustibles, de Bienes de capital y sus piezas, y de Bienes de consumo.

La Cuenta corriente se redujo durante el primer trimestre del año a partir del menor superávit comercial y de los mayores pagos netos de servicios. Para lo que resta de 2013 se prevé una mejora del desempeño comercial dados los saldos exportables agrícolas —efecto ya observado en abril y mayo— y la continuidad del crecimiento de las ventas industriales a Brasil. De esta manera, se espera que el superávit comercial siga ubicándose en niveles históricamente elevados y continúe siendo el principal sostén de la Cuenta corriente.

En tanto, la Cuenta capital y financiera registró un saldo positivo a partir de los ingresos netos del sector privado financiero (sin BCRA) y no financiero, compensados parcialmente por los egresos netos correspondientes al sector público explicados en la cancelación de obligaciones externas.

El *stock* de Reservas internacionales se ubicó a fines de junio de 2013 en US\$37.005 millones; no obstante, producto de la política de desendeudamiento externo, el nivel de reservas continúa representando el 50% de la deuda externa pública y en torno del 88% del *stock* de deuda pública en moneda extranjera en tenencia de acreedores privados. De acuerdo con las últimas proyecciones disponibles, el total de la deuda externa (pública más privada) se redujo desde 31,5% del PIB en marzo de 2012 hasta 28,9% un año después, alcanzando el ratio más bajo de los últimos 18 años.

Con datos al cierre de 2012, la Argentina continuó consolidando su posición acreedora neta frente al resto de mundo. La Posición de inversión internacional ascendió a US\$46.445 millones (9,8% del PIB).

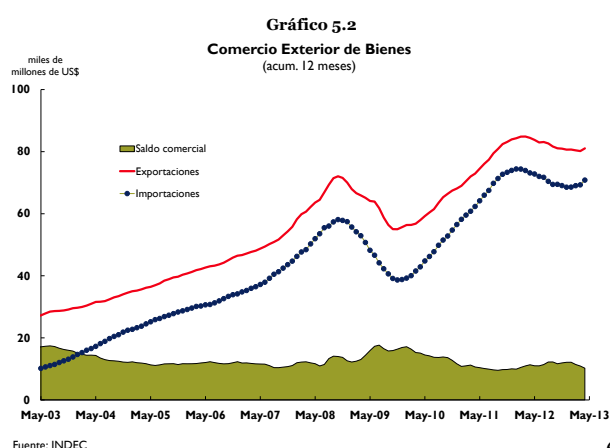
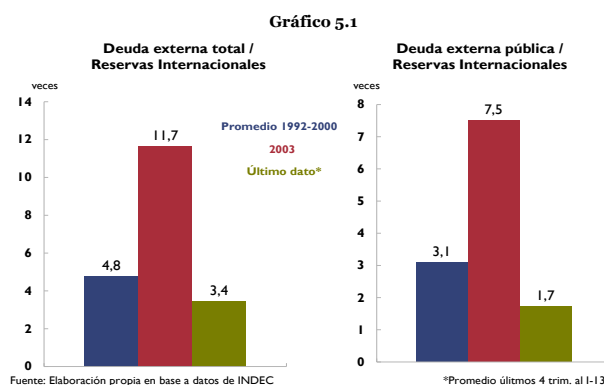


Gráfico 5.3

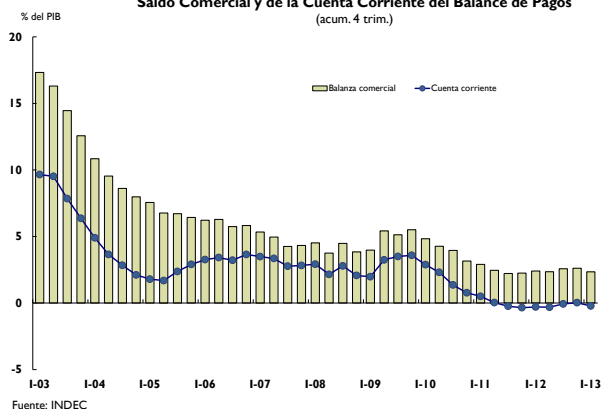
Saldo Comercial y de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos  
(acum. 4 trim.)

Gráfico 5.4

Países Seleccionados. Saldo de Cuenta Corriente

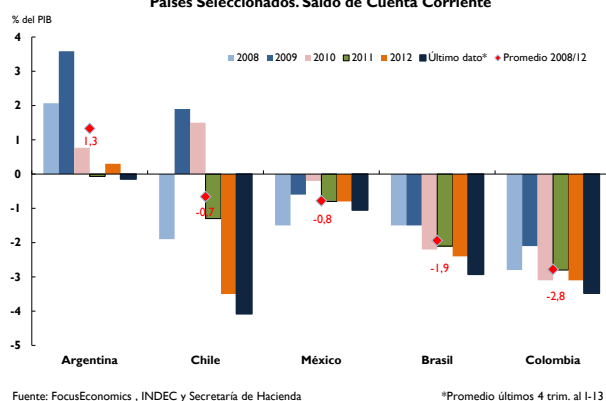
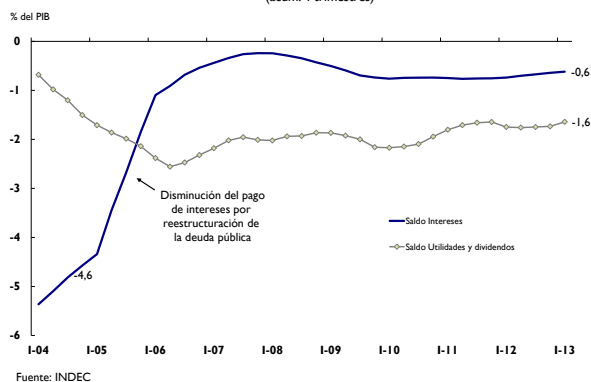


Gráfico 5.5

Pagos Netos por Rentas de la Inversión  
(acum. 4 trimestres)

## 5.1 Cuenta Corriente

En el primer trimestre de 2013 el saldo de Cuenta corriente fue deficitario en US\$2.380 millones producto de la disminución del superávit comercial que no compensó los mayores pagos netos por servicios y los egresos netos por rentas. De todas maneras, la Cuenta corriente de la Argentina se mantiene en niveles cercanos al equilibrio en el acumulado de los últimos 12 meses, diferenciándose del desempeño evidenciado en los principales países de la región (ver Gráficos 5.3 y 5.4).

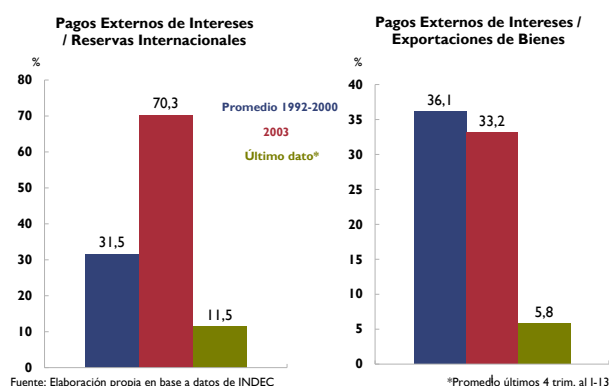
El déficit de la balanza de servicios reales aumentó como producto de los mayores egresos vinculados al concepto de viajes y a los servicios de transporte, en este último caso como consecuencia del crecimiento de las importaciones de bienes. Por su parte, los ingresos se redujeron básicamente por los menores gastos de no residentes.

Las Rentas de la inversión mantuvieron el saldo negativo en el primer trimestre de 2013, aunque registraron una mejora respecto de igual trimestre de 2012 a partir de una menor distribución devengada neta a no residentes de Utilidades y dividendos. Los intereses netos pagados permanecieron en niveles estables y bajos en términos históricos (ver Gráficos 5.5 y 5.6).

Con datos parciales al segundo trimestre de 2013 se observó una mejora en el desempeño de las exportaciones. Al continuo aumento de los envíos de manufacturas industriales a Brasil se sumaron las ventas externas originadas en los mayores saldos exportables de soja y maíz, en parte explicadas por el efecto estadístico de la baja base de comparación interanual (ver Gráfico 5.7).

Las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) crecieron de forma sostenida en el acumulado interanual a mayo, impulsadas por los despachos del sector automotor (+28% interanual —i.a.—). Dicha suba obedeció a los mayores envíos a Brasil, destino que abarca alrededor del 80% de las exportaciones totales del complejo. El resto de los productos registraron caídas, sobresaliendo las menores ventas externas de biodiesel, afectadas negativamente por las medidas comerciales impuestas a estos productos por parte de la Unión Europea, bloque que históricamente concentró aproximadamente el 90% del total de estos envíos.

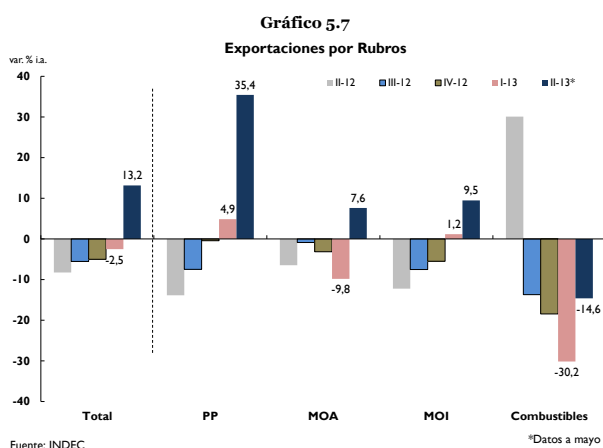
Gráfico 5.6



Los envíos de Productos Primarios crecieron 20% i.a. entre enero y mayo (5% i.a. en cantidades y 14% i.a. en los precios). A partir de abril se destacaron las mayores exportaciones de maíz y porotos de soja, que contrarrestaron las menores ventas externas de trigo durante el primer trimestre, consecuencia de los magros resultados de la cosecha (ver Sección 3).

Las ventas de Manufacturas de Origen Agropecuario mostraron un desempeño débil en el primer trimestre del año y comenzaron a cobrar dinamismo a partir de abril. De esta manera, en el acumulado a mayo de 2013 estas exportaciones registraron un crecimiento nulo. Los productos del complejo sojero mostraron comportamientos mixtos: los envíos de *pellets* aumentaron 3,4% i.a. mientras que los de aceite de soja cayeron 4,9% i.a. El resto de los productos también evidenció desempeños disímiles, destacándose los mayores despachados de carnes y los inferiores envíos de productos lácteos (+10% i.a. y -22% i.a., respectivamente).

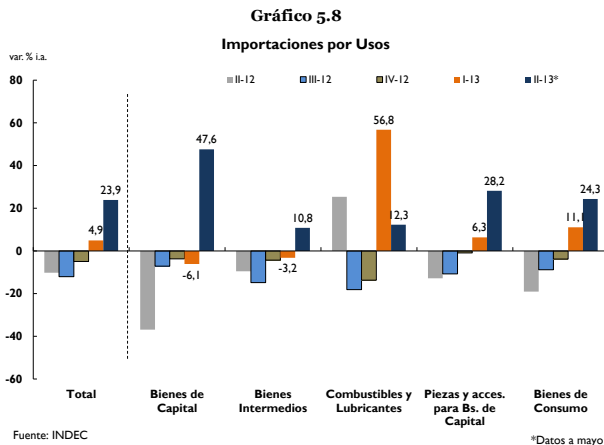
Las exportaciones de Combustibles y energía cayeron entre enero y mayo (-21% i.a.) aunque mostraron un fuerte repunte en mayo (+45% i.a.), debido principalmente a los embarques de petróleo crudo y sus derivados. El desempeño en lo que va del año se explica tanto por las menores cantidades vendidas como por la merma de los precios de estos productos.



Luego de registrar subas acotadas en los primeros meses del año, a partir del segundo trimestre las importaciones de bienes se dinamizaron, en línea con el mayor ritmo de crecimiento de la economía (ver Gráfico 5.8). Todos los usos exhibieron subas interanuales, afectados en parte por la baja base de comparación interanual.

El aumento de las importaciones en el acumulado del año fue liderado por las adquisiciones de Combustibles. Las cantidades compradas de estos productos crecieron 35% i.a. entre enero y mayo, mientras que los precios se redujeron 5% i.a. Los bienes de mayor relevancia dentro de las importaciones de este rubro fueron el gas natural gaseoso y el licuado, destinados a abastecer el consumo de la industria, del transporte y de los hogares<sup>56</sup>. De esta manera y en lo que va del año el saldo comercial de combustibles se deterioró respecto del año previo,

<sup>56</sup> Cabe destacar que el siniestro ocurrido el 2 de abril en Ensenada en la planta de Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF) afectó la refinación de petróleo doméstico, por lo que dicha fuente debió ser reemplazada por mayores compras externas de combustibles.

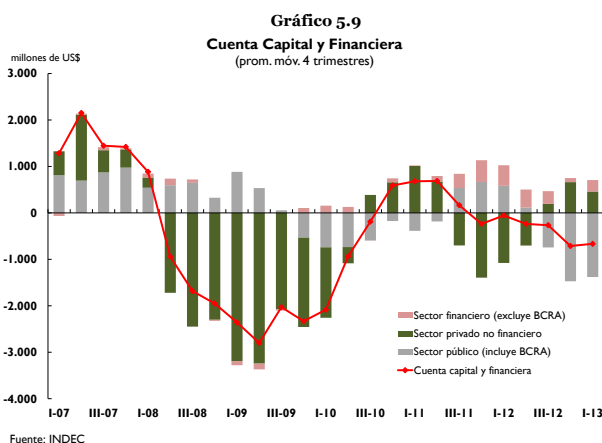


explicando gran parte del menor superávit comercial acumulado a mayo.

Las adquisiciones de Bienes de capital cayeron entre enero y marzo y se recuperaron fuertemente en el segundo trimestre del año (+47% i.a.), aunque desde una baja base de comparación interanual. Así, durante los primeros cinco meses del año las importaciones de bienes de capital subieron 5% i.a., básicamente por el incremento en las cantidades importadas. Por su parte, las Piezas y accesorios para bienes de capital se recuperaron en el primer trimestre, tendencia que se acentuó durante el segundo, permitiendo un aumento superior en valores (+28% i.a.). Las mayores cantidades importadas de ambos usos a partir de abril estarían anticipando un mayor gasto en Equipo durable de producción durante el segundo trimestre del año.

Las compras al exterior de Bienes intermedios y de Bienes de consumo también se intensificaron a partir de abril y aumentaron respecto de igual período de 2012, impulsados en ambos casos por el alza de las cantidades.

Para el resto del año se prevé un mayor dinamismo de las exportaciones a partir de los saldos agrícolas remanentes. En lo que respecta a la perspectiva para las ventas externas de MOI, se estima que se mantenga en ascenso a lo largo del año la demanda de automóviles por parte de Brasil, dada la extensión hasta fin de año de los incentivos sectoriales (ver Sección 3)<sup>57</sup>. Así, el excedente comercial se mantendría en niveles elevados y seguiría siendo el sostén de la Cuenta corriente en 2013.

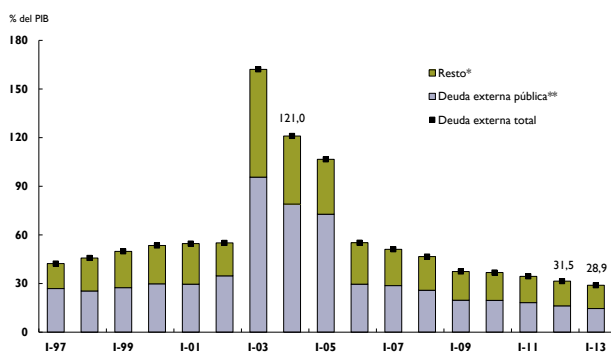


## 5.2 Cuenta Capital y Financiera y Activos y Pasivos Externos

Entre enero y marzo de 2013 la Cuenta capital y financiera registró un superávit de US\$1.263 millones (+US\$188 millones respecto del primer trimestre de 2012). Dicho desempeño obedeció al resultado positivo del sector privado no financiero y al ingreso neto de US\$561 millones por parte del sector financiero (sin BCRA). Este último como consecuencia de una reducción en la formación de activos externos y de la reinversión de utilidades y nuevos aportes de capital. En sentido opuesto, el sector público registró un déficit en el período por

<sup>57</sup> Para mayor detalle de la política industrial automotriz en Brasil y su impacto sobre el desempeño sectorial en la Argentina ver el Informe Macroeconómico y de Política Monetaria de Diciembre de 2012.

**Gráfico 5.10**  
**Deuda Externa Pública y Privada**

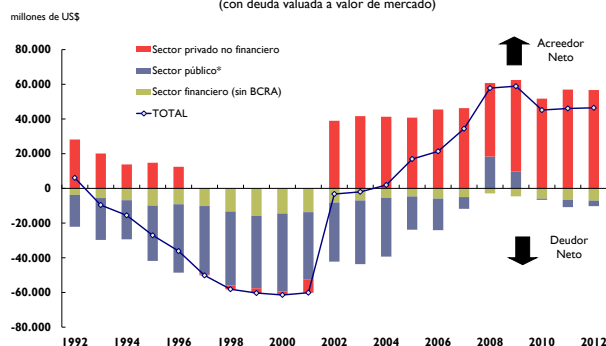


\*Sector privado no financiero y sistema financiero; \*\*Incluye BCRA  
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

la cancelación neta de obligaciones externas (ver Gráfico 5.9).

La Deuda externa total de la Argentina (pública y privada) ascendió a fines de marzo de 2013 a US\$139.137 millones, con una reducción de US\$2.159 millones (-1,5%) respecto al *stock* de fines de 2012. En relación al tamaño de la economía la deuda externa se redujo desde 31,5% en marzo de 2012 hasta 28,9% un año después, alcanzando el ratio más bajo de los últimos 18 años (ver Gráfico 5.10). El descenso respondió principalmente a un menor endeudamiento neto del sector público no financiero, fundamentalmente por un cambio de tenencia de títulos en poder de no residentes a manos de residentes —en su mayoría agencias intra sector público—. Además se observó una baja de la deuda externa del sector financiero (sin BCRA) producto de la caída de los depósitos en moneda extranjera de no residentes y de las cancelaciones de líneas de crédito con el exterior.

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



Fuente: INDEC

\*Incluye sector público nacional, provincial y BCRA

A fin de 2012 la Posición de Inversión Internacional (PII) se ubicó en US\$46.445 millones (9,8% del PIB), manteniéndose estable en relación al nivel de 2011 y reafirmando el carácter de acreedor neto de la Argentina (ver Gráfico 5.11). La mejora en la PII del sector público permitió compensar el comportamiento del sector privado. En particular, el *stock* de activos netos en manos del sector privado no financiero verificó una reducción de US\$291 millones durante el año 2012 debido principalmente al crecimiento neto de la inversión extranjera directa en la Argentina, ubicándose en US\$56.676 millones a fin de 2012.

**Gráfico 5.12**  
**Reservas Internacionales**



Fuente: BCRA

\*Fondo de Desendeudamiento Argentino

El *stock* de Reservas internacionales se ubicó en US\$37.005 millones a fines de junio de 2013. Producto de la estrategia de acumulación prudencial, las Reservas se mantienen US\$25.600 millones por sobre el nivel de 2003 y permiten dar continuidad a la política de desendeudamiento externo y de mejoramiento de los indicadores de vulnerabilidad externa. En los últimos 10 años se aplicaron cerca de US\$33.500 millones de Reservas de libre disponibilidad para la atención de obligaciones con Organismos internacionales y con tenedores privados de deuda pública (ver Sección 8 y Gráfico 5.12).



## 6 Finanzas Públicas

La Recaudación tributaria nacional creció 30% i.a. durante el segundo trimestre del año, manteniendo el dinamismo recuperado a partir de mediados de 2012. Los impuestos ligados al mercado interno —los recursos de la Seguridad social, el Impuesto al Valor Agregado y el impuesto a las Ganancias— impulsaron nuevamente la recaudación. En este marco, los recursos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) siguieron expandiéndose. Dada la previsión sobre la evolución de la actividad económica para el resto del año se prevé que los ingresos continúen en aumento.

El Gasto primario del SPNF registró un incremento de 30% i.a. en el primeros cuatro meses de 2013, tasa similar a la verificada en el año 2012. Las erogaciones se incrementaron en línea con el aumento de los ingresos. La suba del gasto primario se orientó mayormente a conceptos vinculados con el sostenimiento de la demanda interna, en particular a través de las políticas de ingresos destinadas a los sectores de menores recursos, que tienen un impacto significativo sobre la demanda agregada. Así, las Prestaciones previsionales, las Transferencias corrientes al sector privado, las Remuneraciones y el gasto de Capital fueron los principales factores que explicaron la mayor parte de la suba interanual de las erogaciones primarias. Durante el primer semestre del año, el Resultado primario del SPNF se mantuvo en valores cercanos al equilibrio. Por su parte, y dado que durante 2013 no corresponde el pago del cupón PIB, el resultado financiero del SPNF mostraría una mejora.

El Tesoro Nacional siguió afrontando sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes del propio sector público. La continuidad de la política de administración de pasivos permitió que la Deuda pública en manos del sector privado siguiera reduciéndose.

Los recursos tributarios propios de los distritos subnacionales mantuvieron un desempeño dinámico, al crecer en torno al 40% i.a. en los primeros meses de 2013. Los ingresos tributarios girados por el gobierno nacional a las jurisdicciones subnacionales —Coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros recursos de distribución automática— siguieron registrando tasas de crecimiento elevadas en línea con la Recaudación tributaria nacional.

Gráfico 6.1

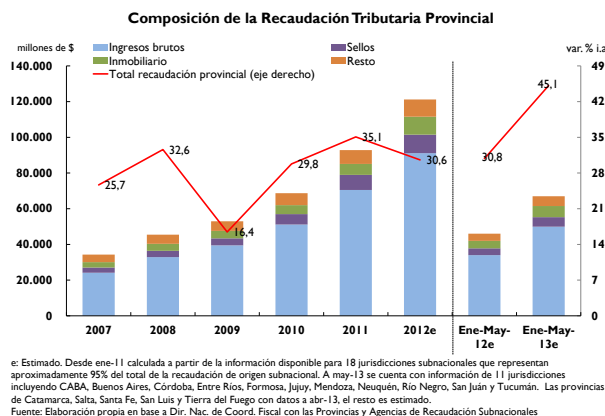


Gráfico 6.2

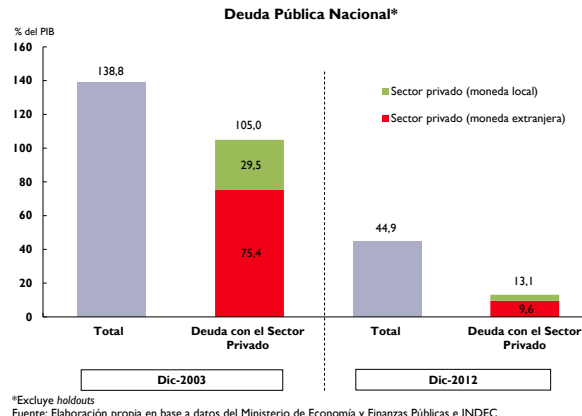
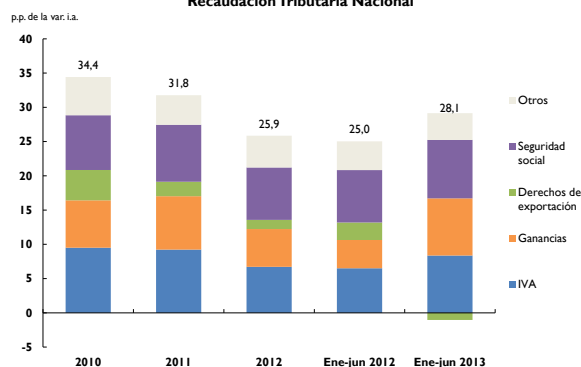


Gráfico 6.3

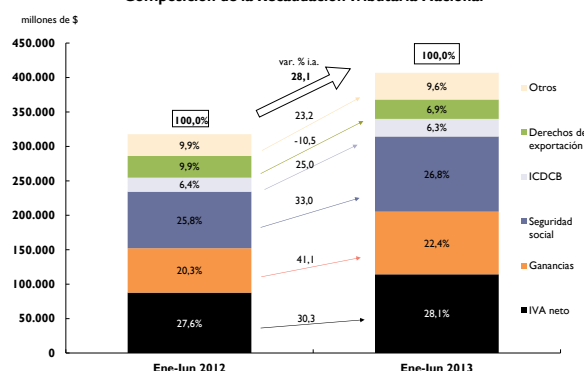
## Recaudación Tributaria Nacional



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

Gráfico 6.4

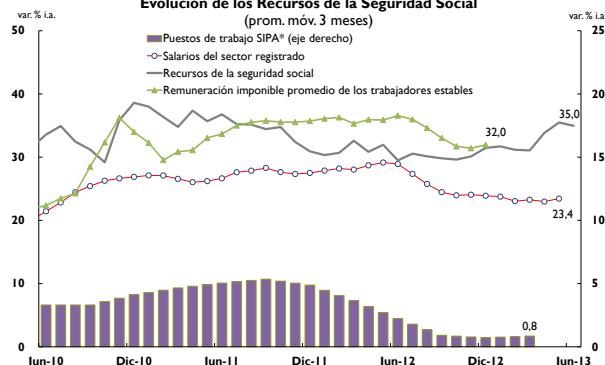
## Composición de la Recaudación Tributaria Nacional



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

Gráfico 6.5

## Evolución de los Recursos de la Seguridad Social (prom. mov. 3 meses)



\*Sistema Integrado Previsional Argentino

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda, INDEC y Mín. de Trabajo, Empleo y Seg. Social

## 6.1 Ingresos

Durante el segundo trimestre de 2013 los recursos tributarios mantuvieron un elevado ritmo de expansión. Así, en los primeros seis meses del año la Recaudación tributaria nacional creció 28% interanual (i.a.), continuando con el dinamismo mostrado desde el segundo semestre del año pasado. La suba fue 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 Gráficos 6.3 y 6.4). En este período, los ingresos por aportes y contribuciones a la Seguridad social aumentaron 33% i.a., en el caso de Ganancias la suba fue de 41% i.a. y el IVA se incrementó un 30% i.a. También, contribuyó el alza de los montos recaudados por los regímenes de facilidades de pago<sup>58</sup>.

Los recursos de la Seguridad social aceleraron su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre de 2013 y se expandieron en torno al 35% i.a. (ver Gráfico 6.5). Sobre este comportamiento incidieron las mayores remuneraciones, el sostenimiento del empleo registrado y el incremento de la base imponible máxima para el cálculo de los Aportes —que se elevó a partir de marzo de 2013—, de acuerdo a la indexación del tope por la movilidad previsional<sup>59</sup>.

Los ingresos asociados al impuesto a las Ganancias registraron fuertes alzas en el segundo trimestre de 2013 con relación a igual trimestre del año anterior vinculadas con los niveles de actividad económica y de las remuneraciones, que generaron mayores ingresos por los regímenes de retenciones y percepciones (ver Gráfico 6.6).

En menor medida, incidieron positivamente a partir de septiembre de 2012 el incremento del 3% al 6% de la alícuota de percepción del impuesto sobre las operaciones de importación definitiva de bienes<sup>60</sup> y la percepción anticipada a cuenta del impuesto a las Ganancias del 20% sobre los consumos realizados en el exterior mediante el uso de tarjetas de crédito y/o de débito<sup>61</sup>.

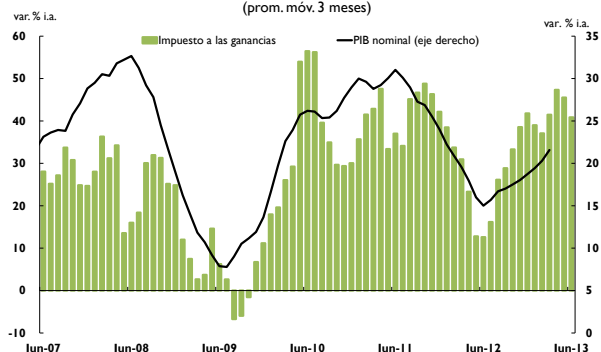
<sup>58</sup> Cabe destacar que a finales del mes de marzo, la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) anunció un nuevo plan de Regularización Fiscal impositivo, aduanero y de la seguridad social —hasta julio— que consta de 120 cuotas (10 años) con un interés mensual de 1,35%, sin pago a cuenta, para deudas con vencimiento hasta el 28/02/2013. Según el organismo, la medida beneficiaría a 1,7 millones de contribuyentes con deudas de hasta \$1 millón.

<sup>59</sup> De acuerdo a la Resolución ANSeS N°30/2013, a partir de los salarios devengados en marzo de 2013 la nueva base imponible máxima prevista pasó de \$21.249 mensuales a \$24.474 (+15,18%).

<sup>60</sup> Resolución AFIP N°3.373/2012.

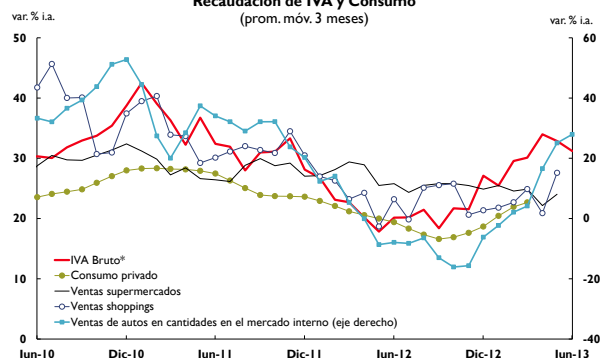
<sup>61</sup> Si por su condición tributaria el sujeto pasible no resultara responsable del Impuesto a las Ganancias, se considera pago a cuenta del impuesto a los Bienes personales (Resolución AFIP N°3.450/2013).

**Gráfico 6.6**  
Evolución del Impuesto a las Ganancias y PIB Nominal  
(prom. móv. 3 meses)



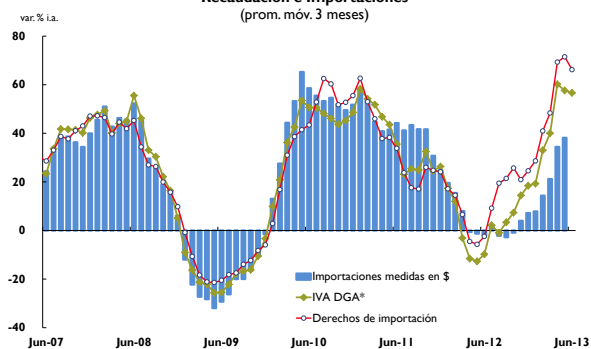
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda e INDEC

**Gráfico 6.7**  
Recaudación de IVA y Consumo  
(prom. móv. 3 meses)



\*Dirección General Impositiva y Dirección General de Aduanas (exc. Devol.)  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

**Gráfico 6.8**  
Recaudación e Importaciones  
(prom. móv. 3 meses)



\*Dirección General de Aduanas (exc. Devol.)  
Fuente: Secretaría de Hacienda e INDEC

Además, en este trimestre operó el vencimiento de la presentación y el ingreso del saldo de la declaración jurada de las sociedades con cierre de ejercicio en diciembre (la mayoría) y de las personas físicas con participaciones en dichas sociedades. Los impuestos determinados siguieron exhibiendo incrementos (+20,6% i.a. en el caso de las empresas y +28,1% i.a. para las personas físicas)<sup>62</sup>. Por otra parte, la suba del “mínimo no imponible” para personas físicas vigente desde marzo<sup>63</sup> atenuó la expansión de los ingresos.

El IVA bruto, es decir sin deducir las devoluciones, consolidó el incremento en su ritmo de expansión, acompañando el dinamismo de la demanda por bienes y servicios, en particular de algunos sectores —como la venta de automóviles—, que viene mostrando fuertes subas en lo que va del año 2013 (ver Sección 3 y Gráfico 6.7).

Por su parte, el componente del IVA ligado a las Importaciones (IVA DGA —Dirección General de Aduanas—) continuó su fase ascendente durante todo el semestre acumulando una expansión de 49% i.a. La variación se explicó, en parte, por cambios en la percepción del impuesto en la Aduana<sup>64</sup>, el aumento del tipo de cambio nominal y la baja base de comparación. Además, el incremento acompañó el mayor dinamismo de las compras externas en los últimos meses (ver Gráfico 6.8). Similar comportamiento describe la recaudación por Derechos de importación que acumuló una suba de 57% i.a. al mes de junio. En este caso también incidió sobre la comparación interanual la suba de las alícuotas que se aplican sobre las importaciones de bienes de capital y sobre bienes de consumo<sup>65</sup>.

Los Derechos de exportación disminuyeron respecto al primer semestre de 2012 pese al fuerte repunte que se verificó en el segundo trimestre de 2013. Impactaron particularmente en la comparación interanual los menores ingresos por exportaciones de hidrocarburos, sector en el cual rige una baja en el gravamen<sup>66</sup>. En tanto, la recaudación sobre las ventas externas del complejo sojero aumentó su parti-

<sup>62</sup> En mayo de 2012, los impuestos determinados habían aumentado 24,6% para las sociedades y 33,2% para las personas físicas.

<sup>63</sup> Se elevó la deducción especial para los trabajadores en relación de dependencia y las deducciones por cargas de familia en un 20%.

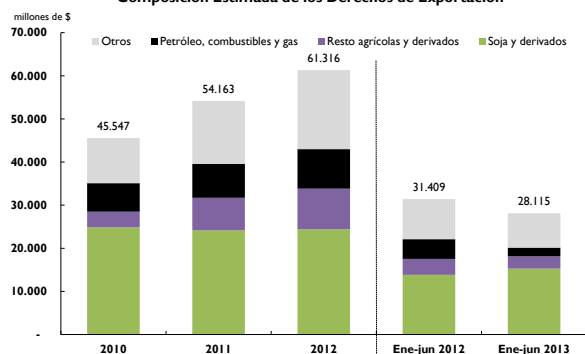
<sup>64</sup> La Resolución N°3.373 de AFIP, con vigencia a partir de septiembre de 2012, duplicó la tasa de percepción del IVA en la DGA de los bienes en general, del 10% al 20%, y de los bienes de capital, del 5% al 10%, que no sean destinados a formar parte del activo fijo del importador.

<sup>65</sup> A partir de julio de 2012 se elevaron los Derechos de importación de 0% a 2% sobre los bienes de capital no producidos en el país y de 0% a 14% sobre los bienes de capital producidos localmente. A partir del 24/01/2013 se elevaron también las alícuotas de los derechos aplicables a ciertos bienes de consumo.

<sup>66</sup> Por Resolución del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, a partir de enero de 2013, se elevó el precio de corte por barril de petróleo (de US\$42 a US\$70) y el precio de referencia por barril de petróleo (de US\$60 a US\$80) de la fórmula de cálculo para los Derechos de exportación.

Gráfico 6.9

## Composición Estimada de los Derechos de Exportación



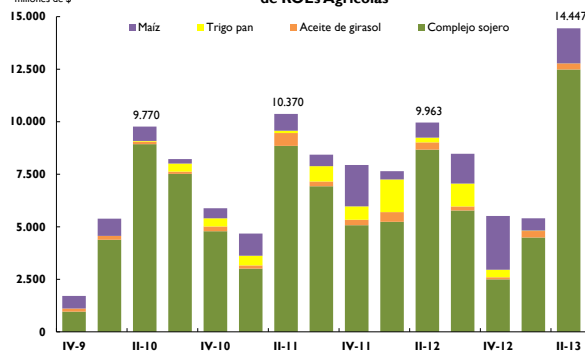
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

cipación sobre el total de los Derechos de exportación en los meses más recientes (ver Gráfico 6.9). En línea con este comportamiento, las transferencias del Fondo Federal Solidario (FFS) —que reparte entre las provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires el 30% de la recaudación por Derechos de exportación sobre el complejo sojero— se incrementaron un 11% i.a.

Observando los pagos adelantados de derechos vinculados a las autorizaciones de solicitudes de Registro de Operaciones de Exportación (ROEs) de productos agrícolas, se verifica que las mismas resultaron bajas en el primer trimestre de 2013 respecto de igual período del año previo (mayormente por menores solicitudes de trigo y soja) y repuntaron en el segundo, en particular las correspondientes al complejo sojero y a permisos de venta al exterior de maíz (ver Gráfico 6.10).

Gráfico 6.10

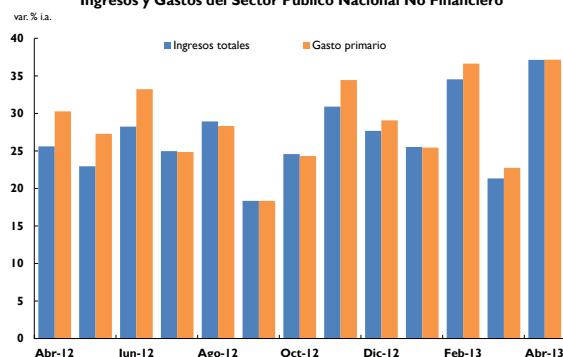
## Estimación de Pagos de Derechos de Exportación por Autorización de ROEs Agrícolas



Fuente: Elaboración propia en base a UCESCI

Gráfico 6.11

## Ingresos y Gastos del Sector Público Nacional No Financiero



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

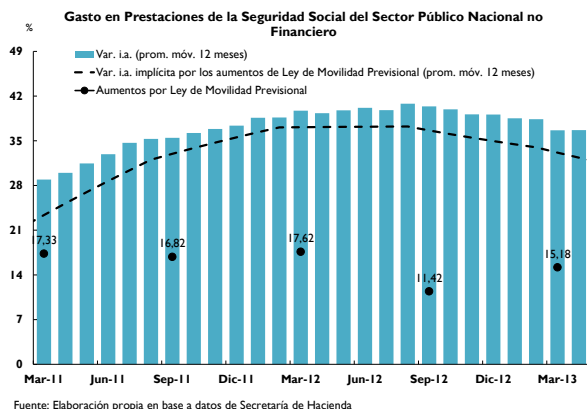
Los ingresos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias acumularon un alza de 25% i.a. en los primeros seis meses de 2013 en función de la evolución del monto de las transacciones bancarias gravadas. En tanto, la recaudación de los impuestos sobre los Combustibles aumentó 26% i.a., mientras que la del Impuesto a los bienes personales creció 42% i.a.

En el mes de junio, se promulgó la Ley N°26.860 que establece un régimen de exteriorización voluntaria de la tenencia de moneda extranjera en el país y en el exterior y autoriza la emisión de tres nuevos instrumentos: el Bono Argentino de Ahorro para el Desarrollo Económico (BAADE), el Pagaré de Ahorro para el Desarrollo Económico y el Certificado de Depósito para Inversión (CEDIN) que buscan canalizar recursos ociosos en manos del sector privado (atesorados en moneda extranjera) hacia el financiamiento de inversiones productivas y sociales que apuntalen el proceso de crecimiento y dinamicen la actividad de diversos sectores de la producción nacional, incluido el sector inmobiliario.

Respecto de los ingresos no tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), durante los primeros cuatro meses de 2013 el BCRA transfirió \$6.466 millones en concepto de anticipo de Utilidades —correspondientes al período 2012— y Contribuciones<sup>67</sup> al Tesoro Nacional (TN). Por su parte, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de

<sup>67</sup> La Ley N°26.728 de Presupuesto Nacional 2013 en su artículo 20 prevé contribuciones del BCRA al Tesoro Nacional por \$240 millones durante el presente año.

Gráfico 6.12



la Administración Nacional de la Seguridad Social (FGS-ANSeS) computó rentas de la propiedad por cerca de \$2.900 millones. Así, considerando la evolución de la Recaudación y del resto de los ingresos, los recursos totales del SPNF crecieron a una tasa de 29% i.a. durante el período enero-abril de 2013.

## 6.2 Gasto y Resultados

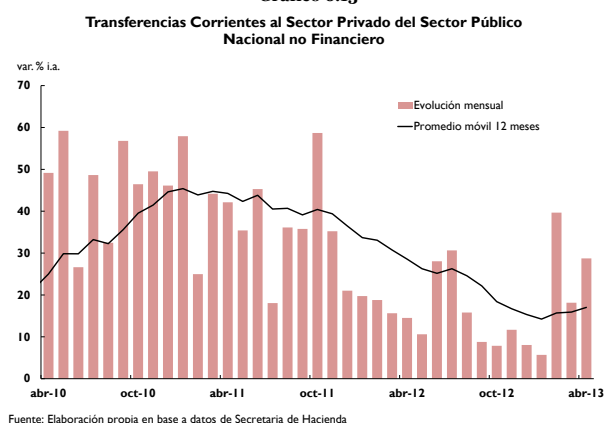
El Gasto primario del SPNF continuó creciendo a un ritmo en torno al 30% i.a. en los primeros cuatro meses del año, tasa similar a la evidenciada durante 2012 (ver Gráfico 6.11). Las Prestaciones previsionales contribuyeron en más del 40% a la suba interanual de las erogaciones primarias. Los aumentos en Transferencias corrientes al sector privado, Remuneraciones y Gastos de capital completaron la mayor parte del incremento en los primeros cuatro meses del año.

El gasto previsional aumentó 33% i.a. entre enero y abril, por la actualización de los montos de los haberes<sup>68</sup> y la mayor cantidad de beneficiarios (ver Gráfico 6.12).

Durante los primeros meses de 2013 los giros corrientes al sector privado exhibieron una ligera aceleración de su tasa de crecimiento, en contraste con la moderación que evidenciaron durante el año 2012, expandiéndose 22% i.a. entre enero y abril (ver Gráfico 6.13). El aumento respondió a la suba de las coberturas asistenciales administradas por el Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSJyP —ex PAMI—), las compensaciones a usuarios de servicios públicos (transporte y energía) y los aumentos de los montos de las Asignaciones Familiares que incluyen la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH; según el Decreto N° 1.668/2012) y la Asignación por Embarazo para Protección Social que pasó de \$270 a \$340 mensuales por hijo a partir de septiembre de 2012<sup>69</sup>.

A partir de junio, se dispuso un aumento adicional de 35,3% para los montos de la AUH y de la Asignación por Embarazo para Protección Social (de \$340 a \$460 por mes), y para Hijo con Discapacidad (de \$1.200 a \$1.500; +25%). Para el conjunto

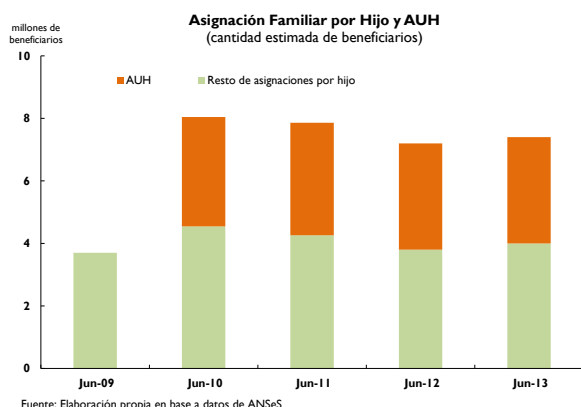
Gráfico 6.13



<sup>68</sup> En el marco de la ley de Movilidad Jubilatoria, a partir de marzo los jubilados y pensionados percibieron un aumento de haberes de 15,18%. De esta manera, la jubilación mínima pasó de \$1.880 a \$2.165 mensuales. En tanto, la pensión mínima pasó de \$1.502 a \$1.730 mensuales. La medida alcanzó a casi 5,9 millones de jubilaciones y pensiones nacionales y ex Veteranos de Malvinas. Incluye también a más de 1,3 millones de Pensiones No Contributivas (PNC), llegando a 7,2 millones de beneficiarios.

<sup>69</sup> Además se modificaron en el período las escalas y topes máximos de remuneraciones que definen el acceso a los beneficios respectivos.

Gráfico 6.14



de los trabajadores que perciben un ingreso familiar entre \$200 y \$4.800, la asignación por hijo subió también hasta \$460, disminuyendo luego a medida que se incrementa el ingreso familiar del hogar. El resto de las asignaciones familiares —incluyendo las que se cobran por única vez— también aumentaron en promedio un 25%, al tiempo que se incrementó el monto del subsidio de Contención familiar para jubilados y pensionados, que es una ayuda estatal destinada a costear los gastos de sepelio de familiares de beneficiarios previsionales.

Cabe destacar que, según la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS), en total son más de 7 millones los menores cubiertos por el beneficio de las Asignaciones familiares, con la incorporación de casi 700.000 beneficiarios por la actualización reciente de los topes (ver Gráfico 6.14). El aumento de estas transferencias procura ampliar los niveles de protección de los sectores medios y bajos de la población e impactar en la economía a través de su impulso al consumo, destinando una mayor cantidad de recursos a quienes perciben menores ingresos (ver Apartado 2).

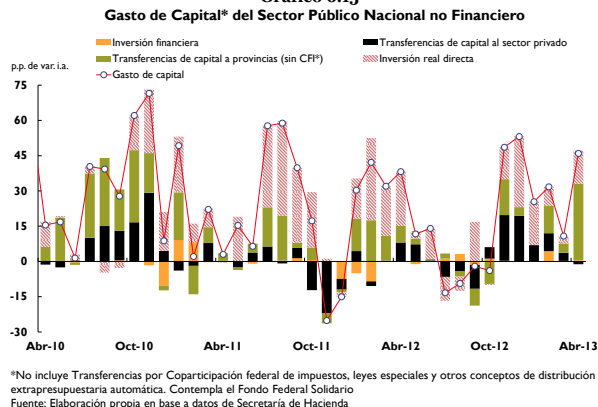
El gasto en Remuneraciones a los empleados públicos se elevó 26% i.a. como consecuencia de los ajustes salariales y del alza del empleo público y, también, como resultado de la actualización de los haberes en una magnitud superior a la del año previo<sup>70</sup>.

En tanto, el gasto de Capital creció 28% i.a. en el primer cuatrimestre del año, impulsado por la Inversión real directa (+22% i.a.) y las Transferencias para gastos de capital (+32% i.a.). Se destacaron los giros de capital a las provincias (ver Gráfico 6.15).

El SPNF continúa mostrando un nivel positivo de ahorro público que permitió financiar un mayor gasto de Capital. Por su parte, el Resultado primario, acumulado en los últimos doce meses a abril de 2013 se mantuvo prácticamente equilibrado. En términos del Producto los intereses permanecieron en niveles bajos. En este marco, en los últimos doce meses el déficit financiero del SPNF representó 2,3% del Producto.

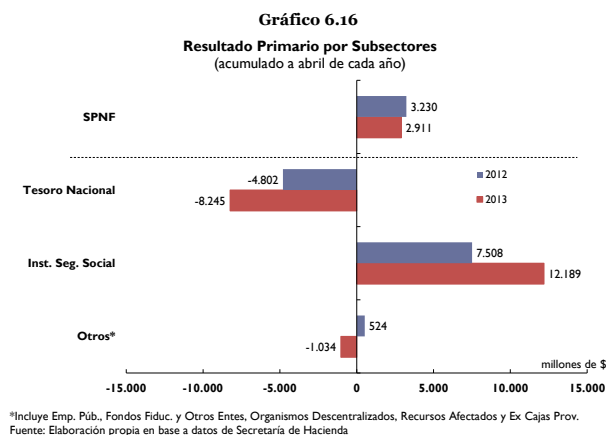
A nivel de subsectores se observó un mayor déficit del Tesoro Nacional (TN) en los primeros cuatro

Gráfico 6.15



<sup>70</sup> En 2012 se incrementaron las remuneraciones del SPNF un 21% (10% a partir de junio y 10% a partir de agosto), con efecto parcial en la ejecución base caja de 2012. Este año se acordó un incremento de 24% i.a. a efectivizar en dos partes: 12% a partir de junio y 12% desde agosto.





meses del año —influenciado por los menores recursos provenientes de los Derechos de exportación respecto de 2012—, al tiempo que las Instituciones de la seguridad social verificaron un saldo mayor que compensó parcialmente el resultado negativo del TN, mientras que el resto de los subsectores registró un ligero deterioro interanual (ver Gráfico 6.16).

### 6.3 Financiamiento y Deuda Pública Nacional

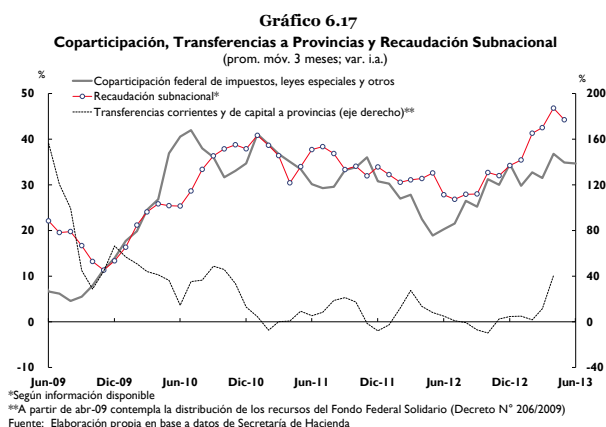
Durante los primeros meses de 2013 el TN siguió afrontando sus necesidades de financiamiento con fuentes provenientes de las agencias del sector público: Adelantos Transitorios (AT) del BCRA, suscripción de instrumentos de deuda por parte del FGS-ANSeS y préstamos del Banco de la Nación Argentina (BNA).

Esta política de financiamiento permitió reducir una vez más el riesgo de refinanciamiento a partir de la disminución de la deuda con el sector privado, que a fines de 2012 representó sólo 13,1% del PIB (-0,7 p.p. interanual). En tanto, de estas obligaciones, las denominadas en moneda extranjera ascendieron a 9,6% del Producto (-0,2 p.p. interanual; ver Gráfico 6.2).

### 6.4 Finanzas Públicas Subnacionales

Los ingresos tributarios de origen nacional recibidos por las provincias —Coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros recursos de distribución automática— recuperaron dinamismo y se expandieron 33% i.a. en los primeros seis meses del año, en línea con la evolución de la recaudación nacional de los principales tributos (IVA y Ganancias; ver Gráfico 6.17).

La recaudación propia de las jurisdicciones subnacionales estimada<sup>71</sup> registró incrementos cercanos al 45% i.a. (ver Gráfico 6.1). Cabe señalar que los primeros meses de 2013 confirmaron la aceleración del ritmo de crecimiento verificada desde el segundo semestre de 2012, asociada a la recuperación de la producción y del volumen de las transacciones nominales y a cambios en la normativa que implicaron en muchos casos subas de alícuotas y/o aumento de las bases imponibles (por ejemplo a par-



<sup>71</sup> Desde ene-11 calculada a partir de la información disponible para 18 jurisdicciones subnacionales, según información de las agencias de recaudación de cada provincia y de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, que representan aproximadamente 95% del total de la recaudación de origen provincial. A may-13 se cuenta con información de 11 jurisdicciones incluyendo CABA, Buenos Aires, Córdoba, Entre Ríos, Formosa, Jujuy, Mendoza, Neuquén, Río Negro, San Juan y Tucumán. Provincias de Catamarca, Salta, Santa Fe, San Luis y Tierra del Fuego con datos a abr-13, el resto es estimado.

tir de avalúos fiscales) y que tienen efecto pleno en la recaudación de 2013.

Además, durante los primeros meses de 2013 se realizaron colocaciones de instrumentos en el mercado doméstico. Dentro de las emisiones de mediano plazo, se colocaron instrumentos vinculados al dólar, con plazos de hasta 5 años y rendimientos anuales en torno a 3% en dólares (ver Cuadro 6.1). De igual forma, algunos municipios tuvieron acceso a préstamos bancarios otorgados contra garantía de recursos de coparticipación.

Para el resto del año se espera que continúe la tendencia creciente respecto de los giros de recursos tributarios de origen nacional a los distritos subnacionales. También se prevé que cobren dinamismo las transferencias de la Nación a las provincias para financiar tanto gastos de capital como corrientes, así como que la recaudación de origen provincial siga registrando subas interanuales elevadas, esto último en línea con la evolución del nivel de actividad previsto y de acuerdo con las modificaciones tributarias implementadas.

Cuadro 6.1

Principales Colocaciones de bonos en Moneda Extranjera (o vinculado al dólar) en 2013

Fecha colocación	Provincia	Moneda	Mercado	Monto en millones moneda original	Plazo original (años)	Rendimiento de colocación
12-mar-13	CABA	vinculado al dólar	doméstico	100	5	4%
15-may-13	Mendoza	vinculado al dólar	doméstico	95	3	3%
05-jun-13	Neuquén	vinculado al dólar	doméstico	131	3	3%
<b>Total</b>				<b>326</b>		

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

## 7 Precios

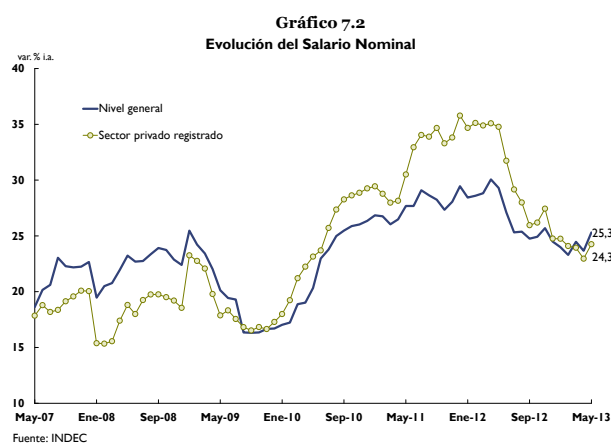
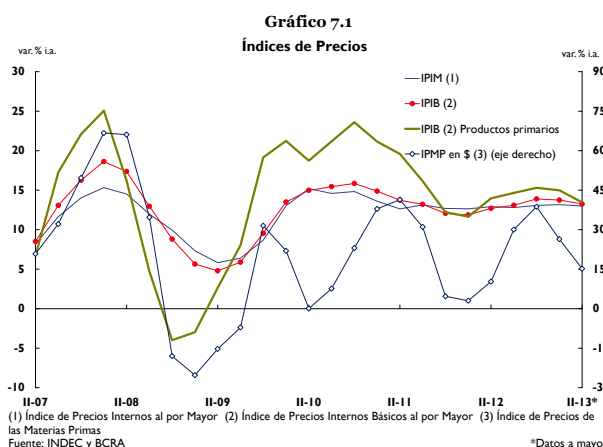
En el primer trimestre del año el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB creció 18,0% interanual (i.a.). Esto respondió fundamentalmente a la evolución de los precios del Consumo privado y público y, en menor medida, al comportamiento de los precios de las exportaciones netas.

La información parcial del segundo trimestre indica que los precios mayoristas y minoristas registraron una desaceleración en su tasa de aumento interanual en comparación con los primeros meses del año. Las cotizaciones a nivel mayorista reflejaron la trayectoria de las Manufacturas y de los Productos primarios. En tanto, en la evolución de los precios minoristas incidió principalmente el menor dinamismo de los alimentos, en el marco de los acuerdos gestionados por la Secretaría de Comercio Interior con las principales cadenas de Supermercados.

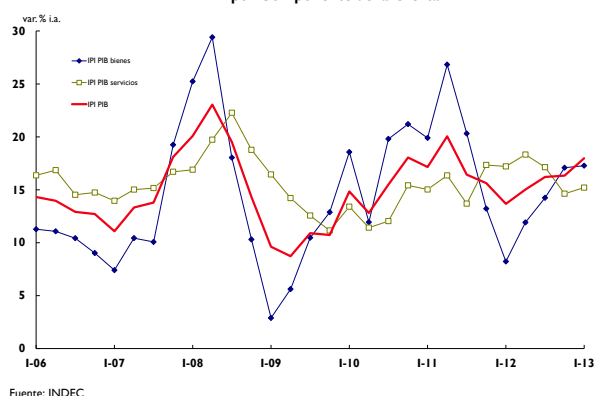
Por su parte, los costos de la construcción también redujeron su ritmo de expansión interanual en el promedio de abril y mayo, debido al comportamiento de los costos laborales. Se destaca que el acuerdo salarial alcanzado por los trabajadores del sector resultó similar al del año previo, aunque a diferencia de aquel, en esta oportunidad el ajuste se aplicará de forma escalonada. De esta manera, se prevé cierta desaceleración interanual en el ritmo de crecimiento del componente salarial de este indicador para los próximos meses.

A partir del segundo trimestre las remuneraciones comenzaron a mostrar el impacto de los acuerdos salariales de las paritarias correspondientes a este año. De esta manera exhibieron en promedio un mayor crecimiento mensual que en el período previo.

En un contexto de desaceleración de la actividad económica global —destacándose entre los países emergentes el menor crecimiento de China— y de apreciación de la moneda estadounidense respecto de las divisas de sus principales socios comerciales, los precios internacionales de los *commodities* continuaron exhibiendo una tendencia bajista en los meses recientes. En particular, en lo que va del año, las cotizaciones de los principales granos acumularon contracciones aunque aún permanecen por encima de los niveles de igual período del año previo.



**Gráfico 7.3**  
IPI PIB por Componente de la Oferta



Fuente: INDEC

## 7.1 Precios Implícitos del Producto

El Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB mostró durante en el primer trimestre de 2013 una variación interanual de 18%.

Este comportamiento estuvo vinculado al mayor dinamismo de los precios implícitos del Consumo privado y, en menor medida, del Consumo público y de las exportaciones. Compensó parcialmente el incremento en la variación interanual de los precios implícitos de las importaciones, relacionado con mayores compras externas de combustibles y el aumento en la tasa de devaluación del peso frente al dólar.

Por el lado de la oferta, se observó un mayor ritmo de suba en los precios de los Bienes y de los Servicios, aunque estos últimos se aceleraron en mayor medida (ver Gráfico 7.3).

**Cuadro 7.1**  
Índices de Precios  
(en %)

	Variación interanual (promedio)					Variación Interanual					
	II-12	III-12	IV-12	I-13	II-13*	Dic-12	Ene-13	Feb-13	Mar-13	Abr-13	May-13
IPIIM	12,9	12,8	13,1	13,2	13,0	13,1	13,2	13,3	13,1	12,9	13,1
IPIB	12,7	13,1	13,9	13,8	13,3	14,3	13,6	14,0	13,7	13,1	13,4
Productos primarios	14,0	14,6	15,3	15,0	13,5	16,6	15,3	15,3	14,4	13,2	13,7
Productos manufacturados	12,4	12,8	13,6	13,6	13,4	13,8	13,3	13,7	13,7	13,3	13,5
ICC	25,4	28,7	26,3	20,4	16,8	25,5	20,2	19,3	21,8	14,7	18,9
Mano de Obra	33,4	39,2	34,8	24,6	17,7	33,9	24,4	22,7	26,7	14,5	21,2
Materiales	13,6	14,2	14,8	14,6	14,9	14,8	14,6	14,7	14,7	14,7	15,1
Gastos Generales	34,1	34,5	29,5	20,8	19,2	25,5	19,2	19,1	24,0	16,1	22,5
IPC GBA	9,9	10,0	10,6	10,8	10,4	10,8	11,1	10,8	10,6	10,5	10,3
Alimentos y Bebidas	10,7	10,9	10,5	8,6	6,6	9,9	9,4	8,5	7,9	6,9	6,3
Bienes	11,0	10,6	10,3	8,8	8,3	9,9	9,0	8,8	8,6	8,4	8,1
Servicios	8,0	8,9	11,0	14,3	14,1	12,5	14,7	14,3	14,0	14,0	14,1

Fuente: INDEC

\*Datos a mayo

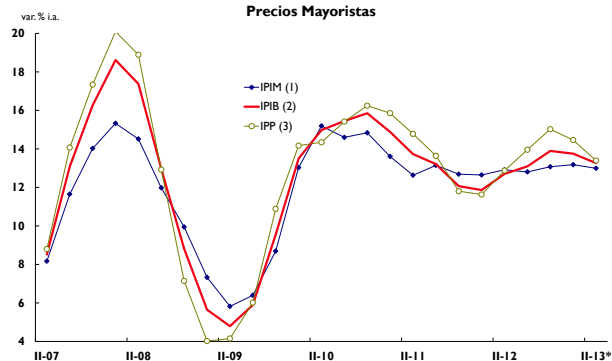
## 7.2 Precios mayoristas

De acuerdo con las mediciones del Índice de Precios Internos Básicos (IPIB)<sup>72</sup>, los precios mayoristas redujeron su tasa de aumento interanual en el segundo trimestre del año, reflejando un menor dinamismo, tanto de los Productos primarios como de los Manufacturados (ver Cuadro 7.1 y Gráfico 7.4).

La desaceleración de los Productos primarios en el período reflejó el comportamiento de los precios agropecuarios. En particular, los cereales y las oleaginosas siguieron la trayectoria de las cotizaciones internacionales, que después de la aceleración evidenciada hacia fines de 2012, comenzaron a perder dinamismo en el transcurso de 2013. Asimismo, se observó una moderación en la tasa de aumento interanual de los precios de las verduras, tal cual lo reflejaron las cotizaciones del Mercado Central, producto de las mejores condiciones climáticas para los cultivos en relación al año previo. Por su parte, las cotizaciones del ganado vacuno continuaron perdiendo dinamismo, respondiendo a la mayor oferta interna por un aumento en la faena junto con una caída en las exportaciones (ver Sección 3 y Gráficos 7.5, 7.6 y 7.7).

El alza interanual de los precios de los Productos manufacturados se moderó ligeramente en el pe-

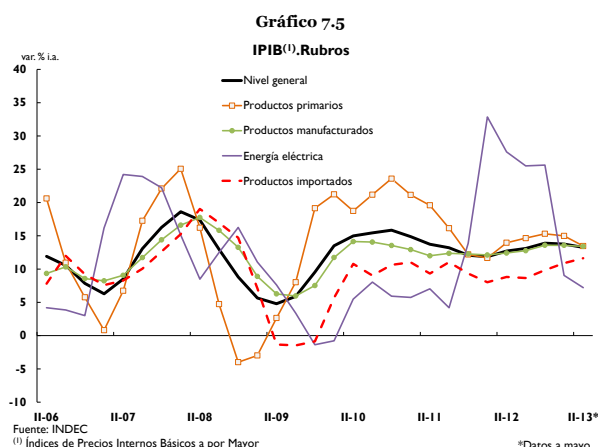
**Gráfico 7.4**  
Precios Mayoristas



(1) Índice de Precios Internos al por Mayor (2) Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor (3) Índice de Precios Básicos del Productor  
Fuente: INDEC

\*Datos a mayo

<sup>72</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.



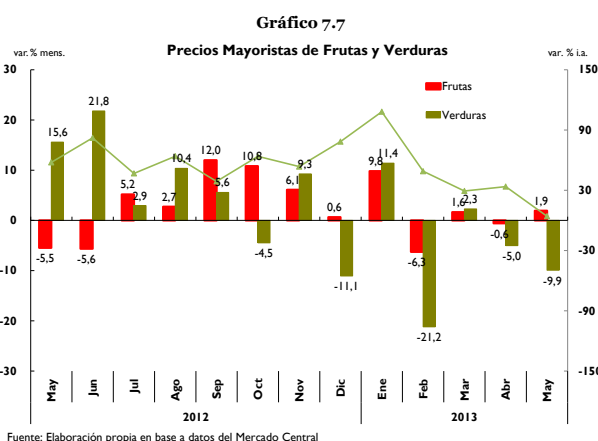
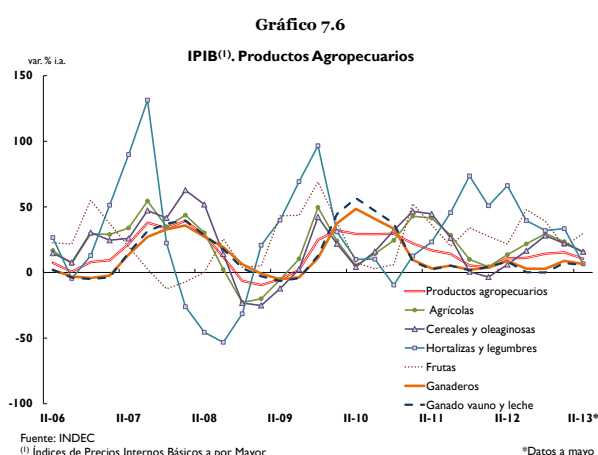
río, principalmente por la trayectoria de los precios de los Alimentos y, en menor medida, por las Sustancias y productos químicos.

Dentro de los Alimentos, los valores de la harina sostuvieron las tasas interanuales en niveles superiores a 2012. En efecto, el precio interno al por mayor de la harina se elevó fuertemente desde fines del año pasado (ver Gráficos 7.8 y 7.9).

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

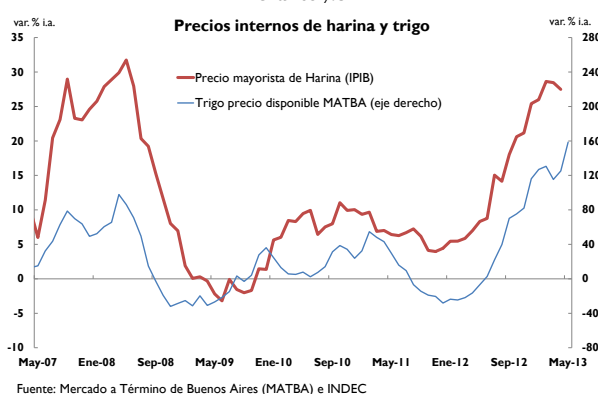
### 7.3 Precios minoristas

En el ámbito del Gran Buenos Aires la tasa de variación interanual de los indicadores de precios al consumidor evidenció una desaceleración en el segundo trimestre del año. Según el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires que elabora el INDEC (IPC-GBA), esta menor suba respondió al comportamiento de los alimentos, sobre los cuales incidieron los acuerdos de precios entre la Secretaría de Comercio Interior y las principales cadenas de supermercados. También se observó un menor dinamismo de los servicios, al no registrarse nuevas subas en el transporte público de pasajeros, y en las tarifas de gas y electricidad, cuya alza hacia fines de diciembre pasado había incidido en el primer trimestre de 2013. La menor tasa de aumento de los servicios públicos fue compensada en gran parte por los incrementos en los precios de los servicios privados, como los relacionados con la educación, la salud, el turismo y la recreación (ver Gráfico 7.10).



A partir de marzo se observó una moderación en el ritmo de suba mensual e interanual de los precios de los alimentos para consumir en el hogar, que puede atribuirse al efecto de los acuerdos de precios entre el gobierno y los supermercados. Efectivamente, este rubro mostró una menor expansión interanual, con una suba que se ubicó por debajo de la observada durante el mismo mes de 2012 y de la verificada a fin de ese año. Asimismo, el incremento acumulado en los primeros 5 meses de 2013 fue menor al registrado en igual período del año anterior.

Gráfico 7.8



Puntualmente, la política de acuerdos influyó sobre la evolución de los precios de los cereales y pastas<sup>73</sup>, de las carnes, de las infusiones y de las bebidas no alcohólicas.

Adicionalmente, las cotizaciones de las frutas y verduras, que presentan un comportamiento estacional, vieron moderada su tasa de aumento por las condiciones climáticas favorables y la alta base de comparación. En tanto, contribuyó a quitar presión sobre la evolución del precio de las carnes el comportamiento de las cotizaciones de estos productos en el mercado mayorista (ver Gráficos 7.11 y 7.12).

Hacia fines de mayo se autorizaron subas en los precios de los alimentos, entre otros bienes, al tiempo que se implementó una lista más acotada, de 500 productos, sobre los cuales los supermercados se comprometieron a no aumentar los precios hasta octubre próximo.

Otro rubro que moderó su alza interanual a partir del segundo trimestre fue el de Vivienda y servicios básicos. Esto respondió a que, a inicios de año, habían impactado los cambios tarifarios de electricidad y gas<sup>74</sup> que tuvieron lugar a fines de 2012. De todos modos, el reciente aumento salarial que acordaron los encargados de edificio impactará sobre los gastos por expensas en los próximos meses (ver Sección 7.5 Salarios).

Por su parte, los precios de algunos servicios privados ganaron dinamismo. En este sentido, los valores de los servicios turísticos se elevaron al establecerse una percepción del 20% sobre los pasajes y paquetes al exterior de país, a los que se sumó el encarecimiento de los pasajes para vuelos de cabotaje a principios de mayo. Asimismo, tuvieron lugar subas en las cuotas de las empresas de medicina prepaga, en los servicios educativos (ya que algunos colegios ajustaron las mensualidades a partir de abril), en los peajes de acceso a la ciudad y en los estacionamientos (ver Gráfico 7.13).

## 7.4 Costos de la Construcción

Los costos de la construcción, medidos a través del Índice de Costo de la Construcción (ICC) del INDEC, han aminorado su ritmo de aumento hasta

Gráfico 7.9

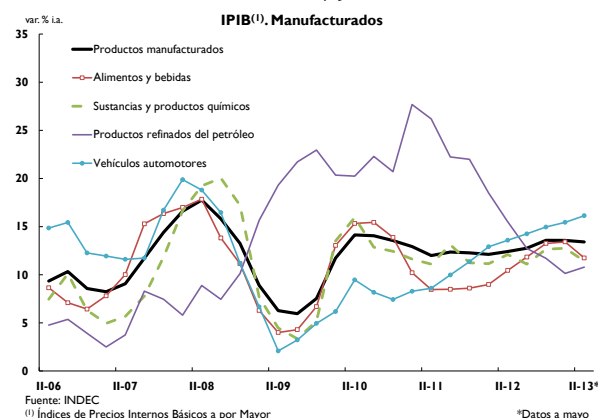
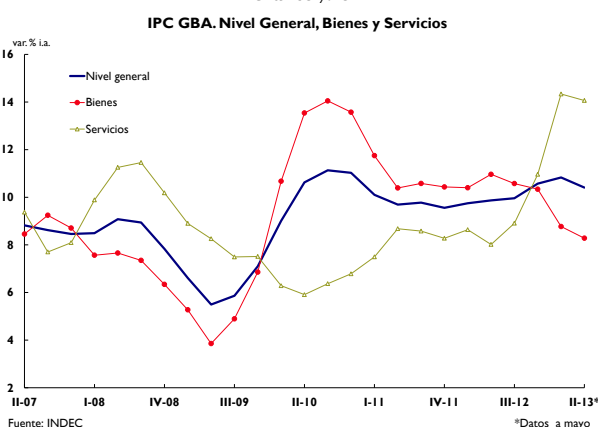


Gráfico 7.10

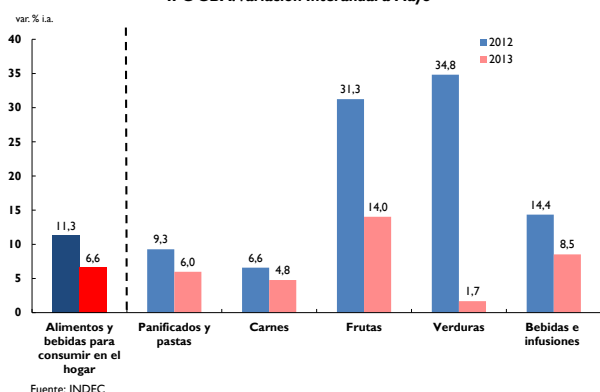


<sup>73</sup>Se destaca en este sentido que las fuertes subas en las cotizaciones de las harinas en el mercado mayorista no se trasladaron en su totalidad al a los precios minoristas hasta mayo.

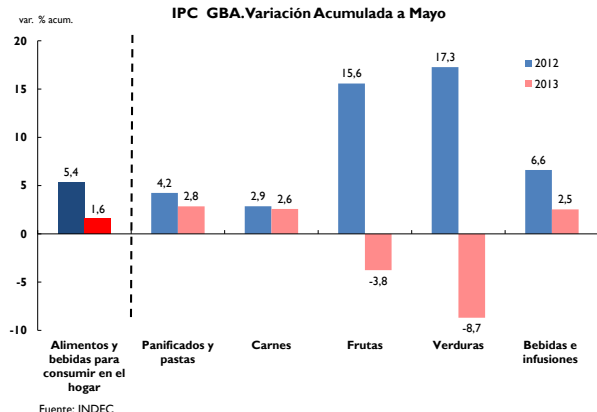
<sup>74</sup> Las Resoluciones 347/2012 del Ente Nacional Regulador de la Electricidad –ENRE- y 2407/2012 del Ente Nacional Regulador del Gas –ENARGAS- del 27 de noviembre de 2012 dispusieron un nuevo cargo a partir del 1º de noviembre de 2012 que se adiciona a la factura domiciliaria de cada período. Lo recaudado por esta vía será destinado a financiar un fondo de desarrollo energético.



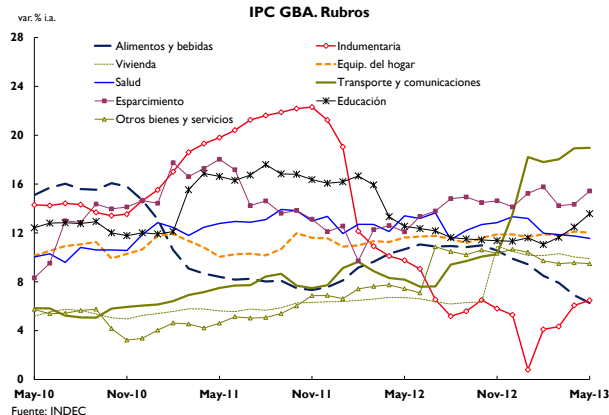
**Gráfico 7.11**  
IPC GBA. Variación Interanual a Mayo



**Gráfico 7.12**  
IPC GBA. Variación Acumulada a Mayo



**Gráfico 7.13**  
IPC GBA. Rubros



abril, respondiendo mayormente a la trayectoria de los costos salariales y, en menor medida, a la de los gastos generales. Sin embargo, en mayo mostraron una aceleración también explicada por el comportamiento de los salarios (ver Gráfico 7.14 y 7.15).

Efectivamente, en mayo los costos de la mano de obra incrementaron su tasa de suba interanual debido a una menor base de comparación. En el mismo mes de 2012 se había registrado una caída mensual por haber sido abril el último mes en que se percibió una de las cuotas de la gratificación extraordinaria que habitualmente negocia el sector. Como los datos de este indicador son provisorios, se esperaría una corrección al alza para captar la primera parte del incremento acordado en la negociación colectiva de la Unión Obrera de la Construcción de la República Argentina (UOCRA)<sup>75</sup>. El resultado de la paritaria del sector implicó una suba de 25% escalonada y acumulativa, con un alza de 18% a partir del quinto mes del año y 6% en noviembre. Si bien este aumento se ubicó un punto porcentual por encima del año previo, en aquella oportunidad la suba de 24% se había materializado en un solo tramo en el mes de junio. En consecuencia, se esperaría que en el período abril-junio los costos de mano de obra de la construcción también exhiban una desaceleración. Por su parte, los valores de los subcontratos de mano de obra, que cuentan con mayor flexibilidad, estabilizaron su tasa de crecimiento interanual en un nivel inferior al del sector formal (20,1% i.a. en mayo, ver Gráfico 7.16)

El componente de Mano de obra del ICC acumuló en los primeros 5 meses de 2013 un alza interanual inferior a la del Índice de Salarios del INDEC (21,2% i.a vs. 23,7% i.a. del Índice de Salarios).

Los Gastos generales, que reflejan los precios de los distintos servicios de la construcción, elevaron recientemente su tasa de suba interanual hasta 22,5%, aunque se ubican significativamente por debajo de las alzas verificadas el año previo, que en promedio fueron de 32,4%.

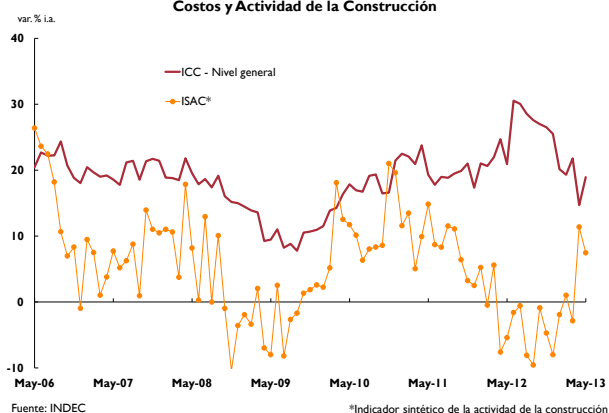
Finalmente, los precios de los Materiales mantuvieron un crecimiento en torno a 15% i.a.

## 7.5 Salarios

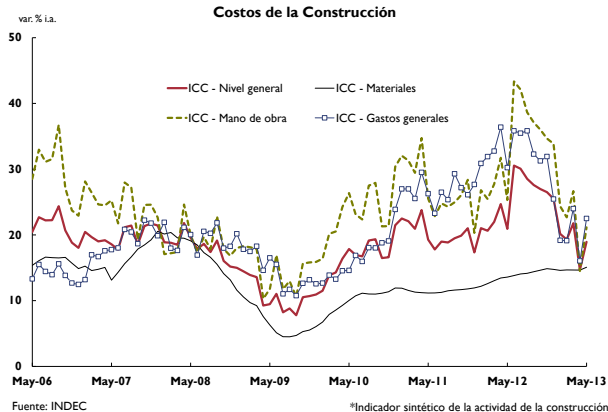
Los salarios nominales de la economía mostraron hasta abril una desaceleración en su variación in-

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

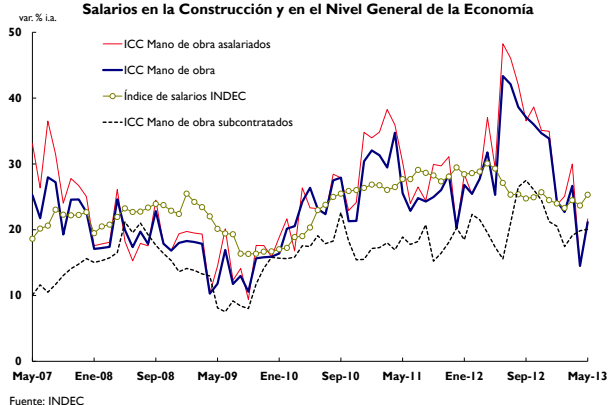
**Gráfico 7.14**  
Costos y Actividad de la Construcción



**Gráfico 7.15**  
Costos de la Construcción



**Gráfico 7.16**  
Salarios en la Construcción y en el Nivel General de la Economía



teranual, mientras que en el quinto mes del año ganaron dinamismo como consecuencia del acuerdo alcanzado en gran parte de las negociaciones paritarias de 2013. En términos interanuales los salarios acumularon un incremento de 25,3%. Las subas salariales del sector registrado promediaron un 24,1% i.a., en línea con el alza salarial pactada por la mayoría de los gremios (ver Gráficos 7.2 y 7.18).

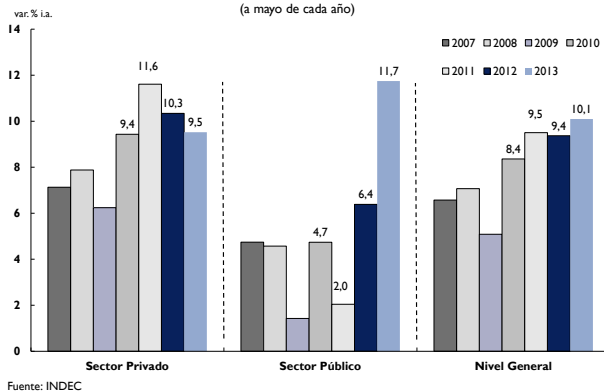
En lo que va del año, el nivel general de salarios, según el Índice de Salarios del INDEC, tuvo una suba de 9,4%, por encima de la observada en igual lapso de 2012, situación que se explica por el mayor incremento de los salarios del sector público. Por su parte, las remuneraciones del sector privado acumularon subas que se ubicaron por debajo de las verificadas un año atrás (ver Gráfico 7.17).

Sin embargo, el segmento privado continúa presentando aumentos salariales interanuales superiores a los del sector público. Dentro de los privados, las remuneraciones del sector formal siguieron exhibiendo una desaceleración en el período abril-mayo, mientras que el segmento informal<sup>76</sup> mostró una suba interanual elevada y similar al promedio de los dos últimos años. De todos modos, a medida que se vayan plasmando los aumentos que surgieron de las recientes negociaciones colectivas es probable que estas diferencias se vayan reduciendo. A partir de marzo la variación mensual de las remuneraciones del sector registrado, tanto público como privado, comenzó a mostrar el impacto de los ajustes salariales que surgieron de los acuerdos alcanzados. En promedio, la pauta de incremento —alrededor de 24%—, y la modalidad de implementación, con pagos escalonados en dos o tres etapas, estuvieron en línea con lo acontecido en 2012. Algunos convenios (como el de los sectores de la Construcción y de los Metalúrgicos) incluyeron sumas no remunerativas a pagar en 2 veces, como lo vienen haciendo los últimos años.

Entre los sindicatos que resolvieron la pauta salarial de 2013 se encuentran los del sector educativo: los docentes de la Ciudad de Buenos Aires lograron un 26% de aumento en dos tramos, mientras que la paritaria a nivel nacional implicó un aumento de 22%, en tres tramos no acumulativos, de 16% en marzo y 3% en septiembre y en diciembre, respec-

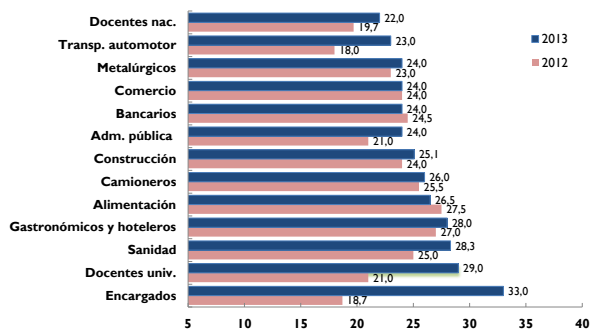
<sup>76</sup> El Índice de Salarios capta información de una encuesta a empresas del Sector Privado y de los circuitos administrativos del Sector Público, y para el Sector Privado No Registrado se realiza una estimación sobre la base de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), con una estructura de ponderaciones fijas. Dado que la EPH se obtiene posteriormente al índice de salarios, el segmento informal captura un retraso en su información de entre 3 y 6 meses.

**Gráfico 7.17**  
**Aumento Salarial**  
(a mayo de cada año)



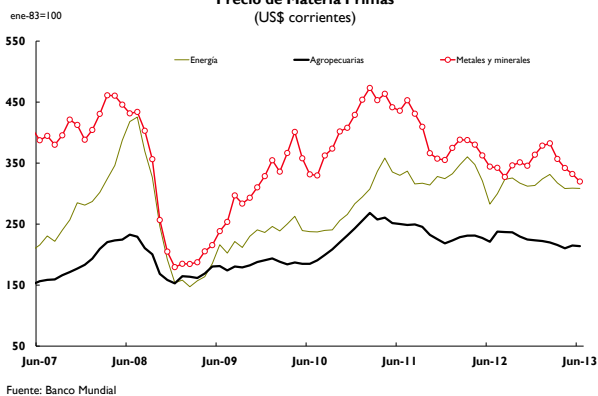
**Gráfico 7.18**

**Incremento Salarial Acordado en Paritarias**



**Gráfico 7.19**

**Precio de Materia Primas**  
(US\$ corrientes)



tivamente, mientras que los docentes de la enseñanza privada acordaron un 25% en una sola cuota a partir de marzo. Por su parte, los universitarios, representados por la Federación Nacional de Docentes Universitarios –CONADU–, hicieron un acuerdo salarial por 16 meses, con un incremento total de 29%, en cuatro tramos no acumulativos, con la primera parte de 16% imputable a marzo, y la última en enero de 2014.

También lograron definir sus convenios los trabajadores Metalúrgicos, nucleados en la UOM – Unión de Obreros Metalúrgicos–, que pactaron una suba de 24% escalonada (17% en abril y 7% en junio); los empleados de Comercio, con un alza similar en 2 tramos; y los Bancarios, que también acordaron una suba de 24%, a partir de marzo y de 20% para los 2 primeros meses del año. Por su parte, la Unión Tranviarios Automotor –UTA– alcanzó un aumento del 23% a partir de enero para los choferes de corta y media distancia de Capital Federal y el Gran Buenos Aires. Los Encargados de edificio acordaron una suba de 33% en tramos no acumulativos, cuya primera parte (de 11%) fue retroactiva a marzo y el último tramo (de 9%) se pagaría en marzo del próximo año. Los empleados de la Administración Pública pactaron un incremento de 24% en 2 tramos, cuya primera parte se percibirá con el salario de junio y la siguiente con el de agosto. Por último, el gremio de Camioneros acordó una suba salarial de 26%, en tres tramos no acumulativos, cuya primera cuota sería en julio la última en marzo del próximo año, de manera similar a los años anteriores. Al igual que este último, los trabajadores del rubro alimenticio y los gastronómicos y hoteleros, tuvieron incrementos superiores al promedio.

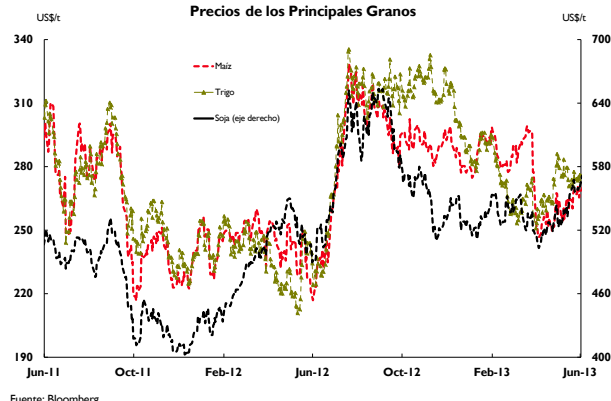
Con respecto a la duración de los convenios, la mayoría es por el lapso de un año, mientras que en algunos casos se acordaron por más plazo. Entre estos últimos se encuentra Luz y Fuerza (30% en 3 tramos), cuya paritaria registró por 18 meses hasta junio de 2014 y los docentes universitarios, que acordaron por 16 meses.

## 7.6 Precios de las Materias Primas<sup>77</sup>

En el segundo trimestre del año los precios de los principales agrupados de materias primas continuaron con la tendencia bajista, más allá del repunte hacia el final del período exhibido por la cotización de la energía y de algunos granos en particular (ver Gráfico

<sup>77</sup> Para mayor información remitirse al **Panorama Global de Commodities** del BCRA.

**Gráfico 7.20**  
Precios de los Principales Granos

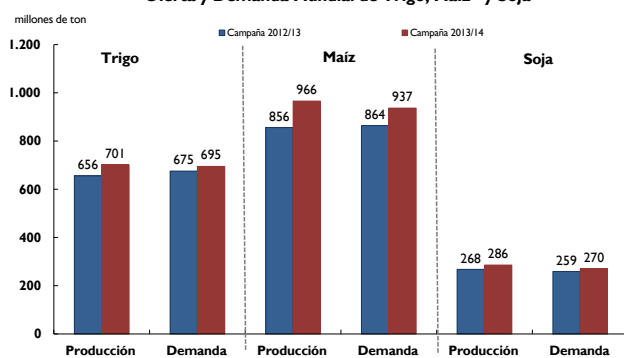


Fuente: Bloomberg

7.19). La caída en los precios de los *commodities* agropecuarios obedeció fundamentalmente a la mayor oferta sudamericana de maíz y soja, tras los acotados resultados de las cosechas previas, a la que se sumó la expectativa de mayor producción de estos granos en los Estados Unidos. En los casos de los metales y minerales y de la energía, el desempeño de los precios fue producto, en parte, del débil ritmo de crecimiento económico global, en particular de China.

En un contexto en el que el dólar estadounidense se apreció 2,6% en los primeros seis meses respecto de las monedas de sus principales socios comerciales, y en el que la economía global mostró un escaso dinamismo, las cotizaciones de los metales, de las materias primas agropecuarias y de la energía evidenciaron caídas durante el primer semestre de 12,1%, 4,2% y 1,5%, respectivamente.

**Gráfico 7.21**  
Oferta y Demanda Mundial de Trigo, Maíz y Soja



Fuente: USDA. Informe mensual junio 2013

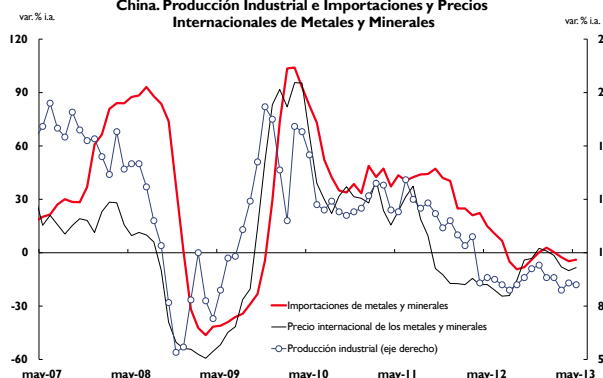
Resultó particularmente destacable la reducción del precio del oro en el segundo trimestre de 2013 (-16% i.a.) determinada básicamente por el desempeño de la demanda para reserva de valor. Luego de que en los últimos años, ante las políticas monetarias expansivas de los países avanzados, se verificara un importante aumento de la demanda del metal por cobertura de riesgo inflacionario, la perspectiva de un retiro anticipado del estímulo monetario en los Estados Unidos sumado al desarme de posiciones en este metal de algunos bancos centrales, entre otros factores, presionaron a la baja su precio.

Dentro de los productos agropecuarios, los principales granos continuaban exhibiendo subas interanuales entre 8% y 13%, pese a la corrección de precios que se observa desde fines del año pasado (ver Gráfico 7.20). El avance de la recolección de la cosecha sudamericana presionó a la baja de estos precios. Asimismo, durante abril, tras conocerse varios casos de gripe aviar en China, los precios de la soja y del maíz mostraron comportamientos bajistas. Por otro lado, el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA) publicó sus primeras proyecciones para 2013/14 que reflejaron una abundante oferta mundial de los principales granos. Tanto para el trigo, como para el maíz y la soja, las previsiones se ubican por encima de las estimadas para el ciclo que cierra (ver Gráfico 7.21).

También influyó a la baja sobre estos precios el desarme de las posiciones de los agentes que operan en los mercados de activos financieros asociados a los *commodities* agrícolas.

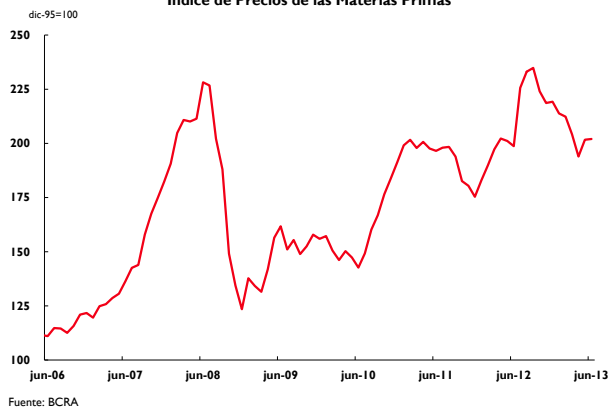
Hacia el final del trimestre, y ante la evidencia de condiciones climáticas desfavorables para el cultivo del trigo de invierno y que retrasaron la siembra de trigo de primavera, maíz y soja en los Estados Uni-

**Gráfico 7.22**  
China. Producción Industrial e Importaciones y Precios Internacionales de Metales y Minerales



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial y DataStream

**Gráfico 7.23**  
**Índice de Precios de las Materias Primas**



dos, estas cotizaciones evidenciaron cierta recuperación.

Por otro lado, en el caso del petróleo y los productos industriales, la desaceleración en la actividad económica global, y particularmente de la industria en China, provocó una reducción en sus cotizaciones. El precio del petróleo Brent se redujo un 7,4% en relación al promedio anual de 2012, en tanto que el acero y el aluminio verificaron caídas de 4% i.a. y 8,2% i.a., respectivamente (ver Gráfico 7.22).

En este contexto, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA —que refleja la evolución ponderada de las cotizaciones de los productos primarios más relevantes en las exportaciones argentinas— acumuló una caída de 7,9% en el primer semestre del año, en tanto que en términos interanuales se ubicó en un nivel ligeramente superior (1,6% i.a.; ver Gráfico 7.23).

## 8 Política Monetaria y Mercado de Activos

El agregado en pesos más amplio (M3) alcanzó en junio una variación interanual (i.a.) de 31,8%. El componente privado (M3 privado) registró un crecimiento de 34,1% i.a. Durante el primer semestre del año, la expansión monetaria estuvo principalmente explicada por el alza de los préstamos en pesos al sector privado. También contribuyeron al aumento el financiamiento al sector público y, en menor medida, las compras de divisas del Banco Central. Todos los componentes del M3 privado registraron incrementos en el trimestre, destacándose los depósitos a plazo fijo (5,5%), que presentaron aumentos tanto en el estrato de menos de \$1 millón (3%) como, y principalmente, en el mayorista (de \$1 millón y más; 7,6%). En términos interanuales la variación de los depósitos a plazo fijo del sector privado ascendió a 44,5%, una de las más elevadas de los últimos años.

El total de préstamos (pesos y moneda extranjera) al sector privado registró en junio de 2013 un crecimiento de 32,2% i.a., alcanzando un ratio respecto al PIB de 15,7% (un aumento de 1,1 punto porcentual —p.p.— respecto a junio de 2012 y de más de 5 p.p. desde la recuperación iniciada a principio de 2010). En particular, los préstamos en pesos crecieron 40,9% i.a., favorecidos por las políticas del Banco Central de impulso a la actividad productiva a través de la “Línea de Créditos para la Inversión Productiva” y del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario, y por los cambios normativos del requisito de efectivo mínimo para favorecer el crédito a Micro, Pequeñas y Medianas Empresas y las economías regionales. A su vez, dichas las políticas de estímulo y el proceso de sustitución entre monedas alentaron el financiamiento en pesos a las personas jurídicas, que pasó a crecer por encima del crédito orientado a financiar a las personas físicas. Como consecuencia, los préstamos a las personas jurídicas incrementaron su participación en el saldo de créditos en pesos al sector privado.

Durante el segundo trimestre el nivel de las tasas de interés de corto plazo, tanto activas como pasivas, mostró una tendencia creciente. En el caso de las tasas activas los incrementos estuvieron asociados a la mayor demanda de liquidez estacional de los meses de mayo y junio, en el primer caso por los vencimientos impositivos y en el segundo por el impacto del pago del medio aguinaldo. En el caso especial de los mercados interfinancieros se verificó también una mayor volatilidad, como consecuencia de la concentración de pagos impositivos que generó una redistribución transitoria de liquidez desde los bancos privados hacia la banca pública.

Gráfico 8.1

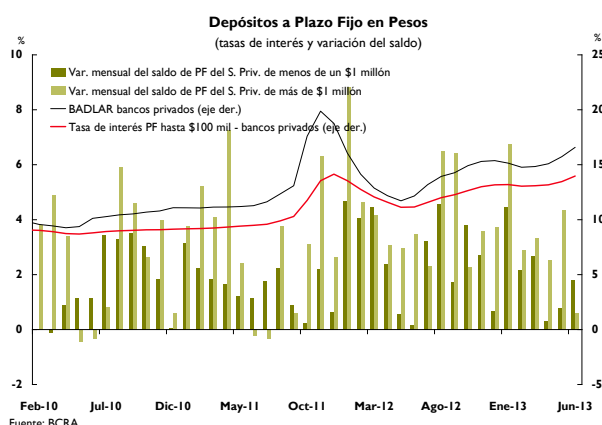


Gráfico 8.2

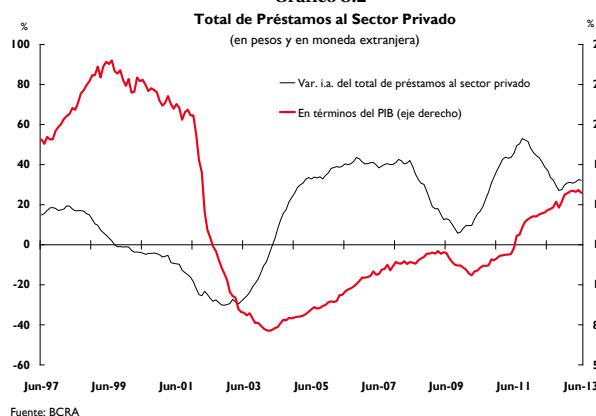
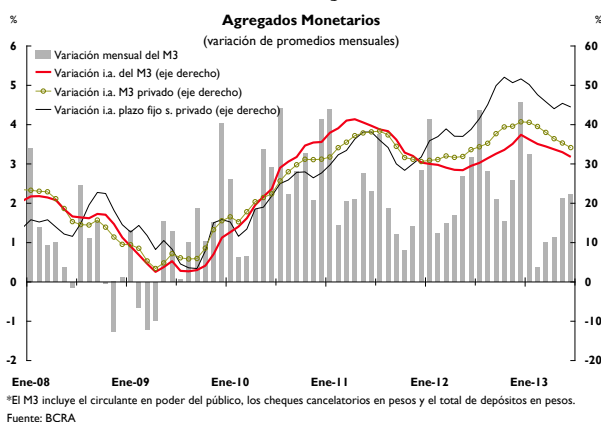




Gráfico 8.3



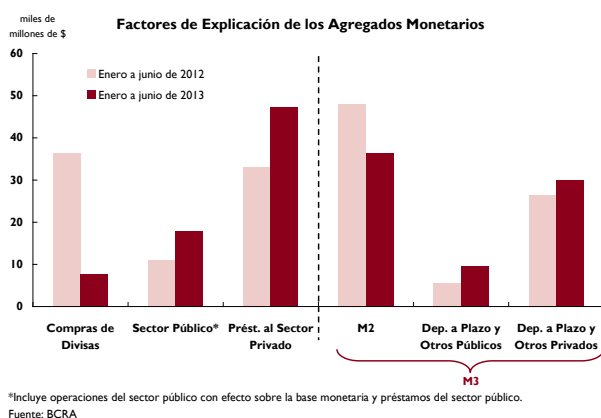
## 8.1 Política monetaria<sup>78</sup>

### Agregados monetarios

El agregado en pesos más amplio (M3<sup>79</sup>) cerró el mes de junio con una variación interanual (i.a.) de 31,8%. En el mismo período, el M3 privado registró un crecimiento de 34,1% i.a. (ver Gráfico 8.3).

En el segundo trimestre del año, el M3 privado aumentó 5,8% (\$35.000 millones) y, al igual que en los últimos años, su aumento estuvo principalmente explicado por el crecimiento de los préstamos en pesos al sector privado, estimulados por las políticas del BCRA tendientes a favorecer al financiamiento a la actividad productiva (ver Apartado 2). También contribuyeron a la expansión monetaria el financiamiento al sector público y las compras de divisas del Banco Central; en este último caso en menor medida que en 2012 (ver Gráfico 8.4).

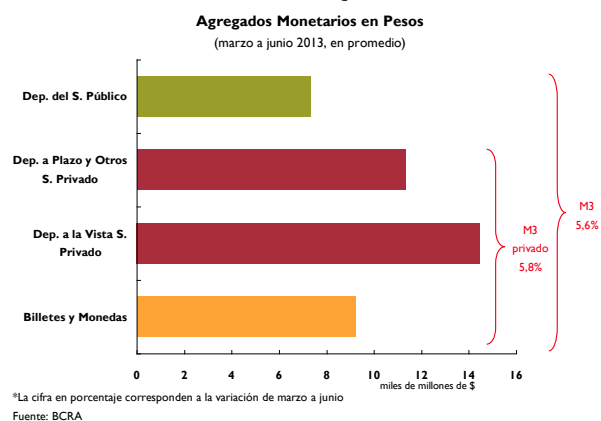
Gráfico 8.4



Durante el primer semestre del año los depósitos del sector público mostraron en el trimestre un aumento tanto en sus colocaciones a la vista (\$3.250 millones) como en sus depósitos a plazo fijo (\$8.720 millones). Como consecuencia, en términos netos, las operaciones del sector público resultaron contractivas.

Todos los componentes del M3 privado registraron incrementos en el trimestre, destacándose los depósitos a plazo fijo (5,5%; ver Gráfico 8.5). Estos presentaron aumentos tanto en el estrato de menos de \$1 millón (3%) como, y principalmente, en el mayorista (de \$1 millón y más; 7,6%). En términos interanuales el aumento de los depósitos a plazo ascendió a 44,5%, uno de los más elevados de los últimos años (ver Gráfico 8.6).

Gráfico 8.5



Durante el segundo trimestre del año, los depósitos experimentaron una disminución del 3%, con reducciones en las colocaciones del sector privado que resultaron parcialmente compensadas por el aumento en las imposiciones del sector público. La evolución de los depósitos del sector privado en moneda extranjera viene mostrando desde mediados de 2012 una morigeración en el ritmo de disminución, tendencia que continuó en la primera mitad de 2013.

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

<sup>78</sup> Excepto que se indique lo contrario, las cifras a las que se hace referencia son promedios mensuales de datos diarios.

<sup>79</sup> Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos en pesos.

cancelatorios y el total de depósitos en pesos y en moneda extranjera (expresados en pesos), mostró un aumento de 5,4% (\$43.070 millones; 29% i.a.).

### Liquidez bancaria y expansión primaria

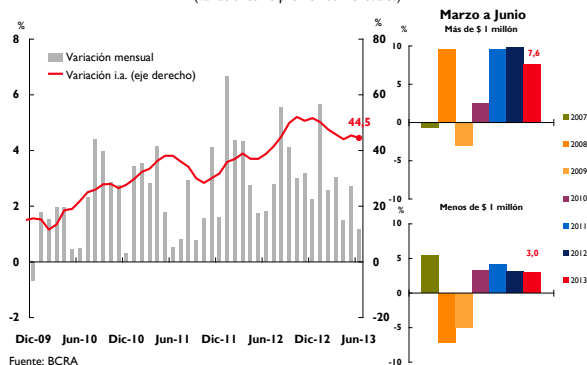
La base monetaria registró en junio un aumento interanual de 31,3% y un crecimiento trimestral de 4,7% (\$13.840 millones). En el trimestre, la expansión primaria (generada por las compras de divisas y las operaciones con el sector público) abasteció principalmente a la demanda de billetes y monedas en poder del público, que se incrementó 4,5% (\$9.210 millones) y, en menor medida, a los saldos en cuenta corriente de las entidades financieras en el BCRA (6,7%, \$4.560 millones), mientras que las tenencias de efectivo de las entidades financieras se mantuvieron prácticamente estables (ver Gráfico 8.7).

En el segundo trimestre del año las operaciones de regulación monetaria (colocación neta de LEBAC, NOBAC y concertación de pases) tuvieron un efecto monetario expansivo, de \$4.760 millones, lo que responde, al menos en parte, a las mayores necesidades de liquidez asociadas a la concentración de pagos impositivos. Al discriminar dichas operaciones en función de las contrapartes intervinientes, se puede apreciar que tanto las operaciones con entidades financieras como las operaciones con el resto de las contrapartes (Fondos Comunes de Inversión –FCIs–, la Administración Nacional de Seguridad Social –ANSeS–, Compañías de Seguros, Aseguradores de Riesgo de Trabajo –ARTs–, entre otros) resultaron expansivas.

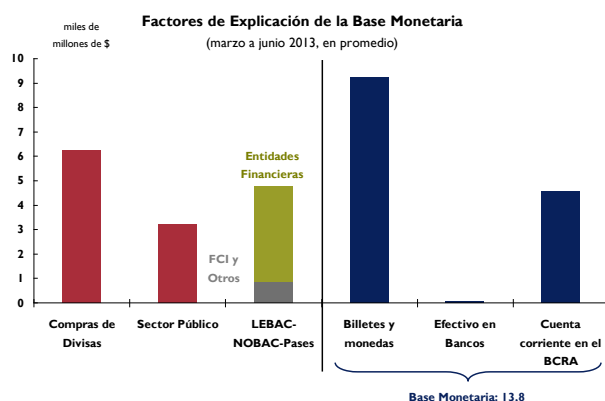
Entre las entidades financieras se pudo apreciar cierta heterogeneidad entre bancos públicos y privados, asociada a la redistribución de la liquidez generada por la concentración de los vencimientos impositivos. En los períodos con vencimientos impositivos los saldos depositados mayormente en bancos privados son empleados para la cancelación de estas obligaciones, lo que implica un aumento de los depósitos en los bancos públicos, aumentando transitoriamente el fondeo de la banca pública y reduciendo el de la privada. Por ello, en el período en análisis se observa un mayor incremento de las tenencias de instrumentos de regulación monetaria del BCRA en los bancos públicos.

Así, el ratio de liquidez amplía (efectivo en bancos, cuenta corriente en el BCRA, pases con el BCRA y

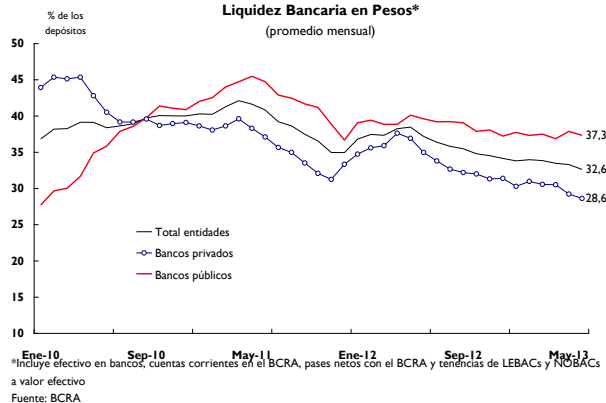
**Gráfico 8.6**  
Depósitos a Plazo Fijo del Sector Privado  
(variaciones de promedios mensuales)



**Gráfico 8.7**



**Gráfico 8.8**  
**Liquidez Bancaria en Pesos\***  
(promedio mensual)



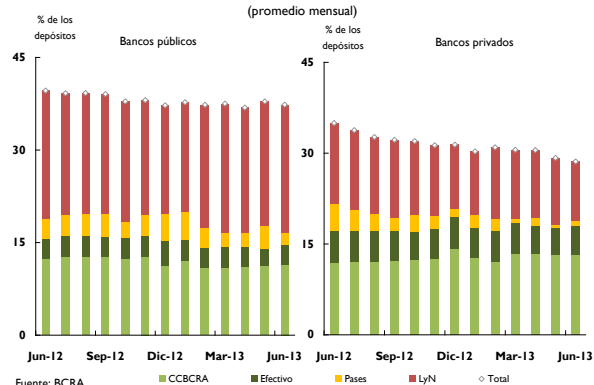
tenencia de LEBACs y NOBACs<sup>80</sup> en términos del total de los depósitos en pesos) de las entidades privadas se redujo durante el segundo trimestre 1,9 puntos porcentuales (p.p.), mientras que para la banca pública la disminución fue de apenas 0,2 p.p. Para el sistema financiero en su conjunto el ratio de liquidez amplia continúa en niveles elevados y se ubicó en junio en 32,6%, aunque fue 1,2 p.p. menor que en marzo y 9,5 p.p. inferior al máximo alcanzado en abril de 2011 (ver Gráfico 8.8).

La redistribución de la liquidez entre bancos públicos y privados, al ser un fenómeno transitorio, se manifestó fundamentalmente en las tenencias de pasivos con el BCRA. En el caso de los bancos privados alcanzaron un nuevo mínimo en mayo de apenas 0,6 p.p. de los depósitos en pesos, al tiempo que se observó un aumento en los bancos públicos (ver Gráfico 8.9).

Por otro lado, finalizado el período de implementación del nuevo esquema de encajes que tuvo lugar entre octubre de 2012 y marzo de 2013, la posición de efectivo mínimo en pesos finalizó con un excedente promedio en torno a 0,2% de los depósitos de los tres meses del período.

Por último, para el segmento en moneda extranjera, la liquidez continuó elevada y con tendencia creciente (103,9% de los depósitos en dólares para junio; 7,9 p.p. superior a la de marzo). Esto se explica porque parte de la caída de depósitos en dólares se financió con la cancelación neta de préstamos (que por su parte generó el reemplazo de financiación en moneda extranjera por financiaciones en moneda nacional) y por el incremento del financiamiento recibido mediante líneas del exterior.

**Gráfico 8.9**  
**Componentes de la Liquidez Bancaria en Pesos**  
(promedio mensual)



### Tasas de interés<sup>81</sup>

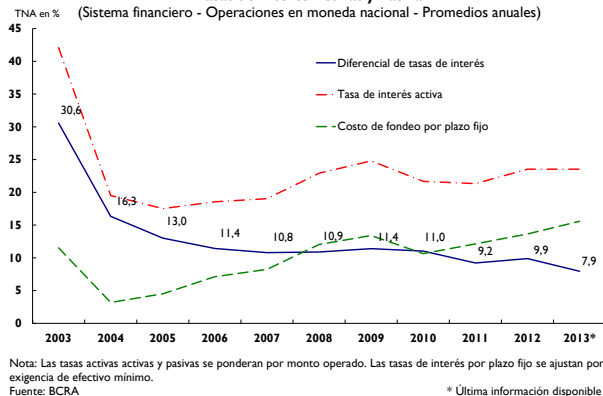
El Banco Central mantuvo durante el primer semestre del año las tasas de interés de sus operaciones de pase estables (9,0% y 9,5% para los pasivos pasivos a 1 y 7 días de plazo, y 11,0% y 11,5% para las de sus pasivos activos a 1 y 7 días de plazo, respectivamente).

En los últimos meses las tasas de interés del mercado interfinanciero registraron incrementos. En un contexto de aumento de las necesidades de liquidez, como consecuencia de los vencimientos impositivos primero y del pago del medio aguinaldo después, se

<sup>80</sup> Para el cálculo del *ratio* de liquidez amplia, las tenencias de LEBAC y NOBAC en cartera de las entidades financieras se valúan a valor efectivo.

<sup>81</sup> Las tasas de interés que se mencionan en esta sección se refieren a tasas nominales anuales (TNAs).

**Gráfico 8.10**  
Tasas de Interés Activas y Pasiva  
(Sistema financiero - Operaciones en moneda nacional - Promedios anuales)



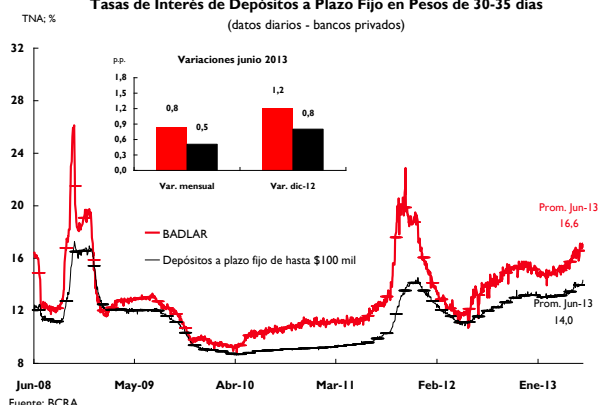
observaron incrementos transitorios en las tasas de interés. En el mismo sentido operó, principalmente a principios de cada mes, la mayor demanda de liquidez de las entidades financieras ante el inicio de un nuevo período de cómputo del régimen de Efectivo Mínimo. A esta situación se sumó durante mayo la mencionada redistribución de parte de la liquidez desde entidades privadas a entidades públicas producto de los vencimientos impositivos. De esta manera, la tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil en el mercado no garantizado (*call*) se incrementó 1,1 p.p., ubicándose en 13,1%. A su vez, la tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil entre entidades financieras en el mercado garantizado (rueda REPO) creció 1,2 p.p., situándose en 12,4%. Mientras el volumen promedio operado diario en *call* se expandió \$340 millones para ubicarse en \$1.840 millones, permaneció relativamente estable en la rueda REPO situándose en \$2.550 millones.

En la última licitación de LEBAC del primer semestre, la tasa de interés de corte de las especies de mayor plazo, con madurez de 450 días, se situó en 18,2%. Por su parte, las tasas de interés de las colocaciones a tasa predeterminada, que abarca las dos especies más cortas de cada licitación, en esta oportunidad con plazos a 80 días y 100 días, se ubicaron en 15,1% y 15,5%, respectivamente. Cabe destacar que a partir de la última licitación de mayo el Banco Central realizó cambios en el mecanismo de asignación de las LEBAC a tasa predeterminada<sup>82</sup>. Se estableció que los bancos que muestren un incremento en sus depósitos a plazo fijo minoristas (es decir por montos menores a un millón de pesos) podrán participar con un cupo adicional del 10% del monto del llamado a licitación.

En el mercado secundario las tasas de interés de LEBAC registraron cierta volatilidad, principalmente en los plazos más cortos, en línea con el desempeño registrado en el mercado interfinanciero. El monto promedio negociado se ubicó en aproximadamente \$1.250 millones, 69% por encima del nivel registrado en el mismo período del año anterior, alcanzando uno de los valores históricamente más altos.

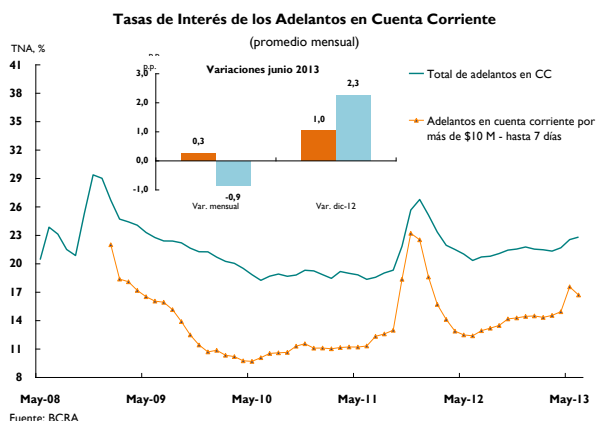
Tras los descensos transitorios registrados en el primer trimestre, las tasas de interés pasivas retomaron su tendencia alcista. La BADLAR (tasa de in-

**Gráfico 8.11**  
Tasas de Interés de Depósitos a Plazo Fijo en Pesos de 30-35 días  
(datos diarios - bancos privados)



<sup>82</sup> A fines de febrero de 2012, el Banco Central instrumentó un nuevo mecanismo de licitación para las LEBAC de menor plazo, predeterminando en cada llamado el monto a adjudicar y la tasa de interés. En la subasta de estas especies pueden participar sólo las entidades financieras que hayan aumentado (o al menos mantenido) en las últimas 4 semanas su saldo de depósitos a plazo en pesos del sector privado, otorgándole un cupo mayor a las que hayan presentado mayores tasas de crecimiento.

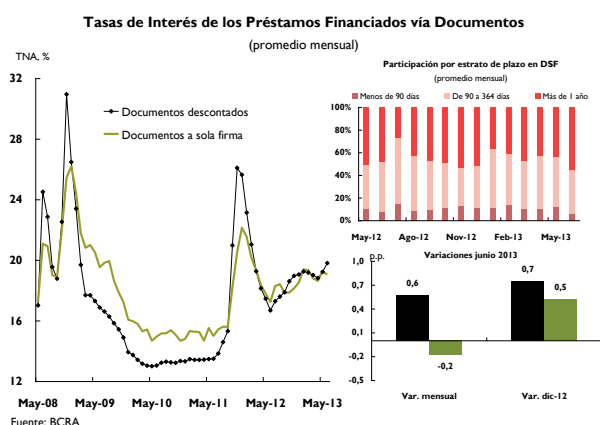
Gráfico 8.12



terés por depósitos a plazo fijo de \$1 millón y más) de bancos privados promedió 16,6% en junio y acumuló un incremento de 1,8 p.p. respecto al mínimo de febrero y 1,2 p.p. por encima del nivel de diciembre de 2012 (ver Gráficos 8.10 y 8.11). En el segmento minorista, la tasa de interés mostró un comportamiento similar a la mayorista pero, como es habitual, las variaciones registradas fueron más acotadas. En particular, la tasa de interés pagada por las entidades privadas por los depósitos hasta \$100 mil promedió 14% en junio, con un aumento acumulado de 0,8 p.p.

Por su parte, las tasas de interés activas de los préstamos al sector privado presentaron comportamientos heterogéneos a lo largo del segundo trimestre. Por un lado, la tasa de interés de los adelantos en cuenta corriente, y especialmente aquella destinada a empresas, por más de \$10 millones y hasta 7 días de plazo, registró incrementos transitorios, concentrados a principios de cada mes, en línea con los aumentos observados en las tasas de interés del mercado interfinanciero, que se acentuaron en mayo, como consecuencia de la concentración de vencimientos impositivos. Así, en junio la tasa de interés de los adelantos a empresas por más de \$10 millones y hasta 7 días de plazo promedió 16,8%, mientras que la correspondiente al total de los adelantos en cuenta corriente se ubicó en 22,8% (ver Gráfico 8.12).

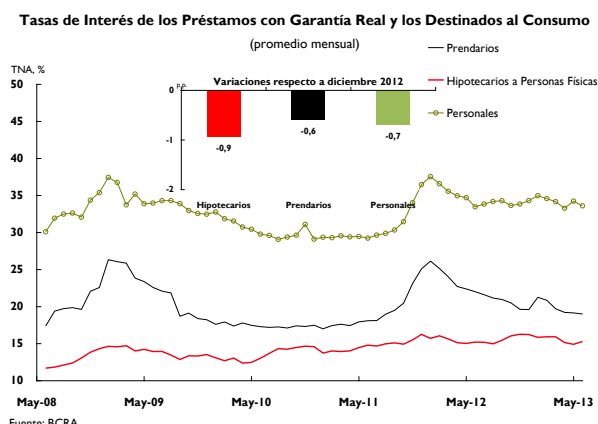
Gráfico 8.13



Entre las financiaciones a través de documentos, la tasa de interés para el descuento de documentos, que había mostrado descensos desde principios de año, se incrementó levemente en los meses de mayo y junio, promediando en este último mes 19,8%. En el caso de los documentos a sola firma, la tasa de interés había disminuido en los meses de marzo y abril, una vez finalizado el receso estival y cuando volvió a adquirir mayor participación la “Línea de Crédito para la Inversión Productiva” y el Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB), con créditos otorgados a tasas relativamente más bajas (15,01% y 9,9%, respectivamente) y a plazos más largos. La tasa de interés de las financiaciones vía documentos a sola firma se incrementó en mayo y se mantuvo relativamente estable en junio, alcanzando en este último mes un promedio de 19,1% (ver Gráfico 8.13).

Entre las líneas de financiamiento restantes, si bien en mayo la tasa de interés de los préstamos personales registró un incremento, en junio continuó con su tendencia descendente, con un promedio mensual

Gráfico 8.14



de 33,6%, evidenciando un descenso de 0,7 p.p. en el año. Por su parte, las tasas de interés aplicadas sobre los préstamos con garantía real continuaron registrando disminuciones a lo largo del segundo trimestre. En particular, tras un fuerte incremento en enero producto de una menor participación de las líneas productivas dentro del segmento —asociado al receso estival—, la tasa de interés de los préstamos prendarios retomó su tendencia descendente, iniciada a comienzos de 2012. En junio, el promedio se ubicó en 19%, su menor nivel desde agosto 2011, mientras que en lo que va de 2013 acumuló una baja de 0,6 p.p. En el caso de los préstamos hipotecarios a las personas físicas, la tasa de interés promedió 15,3% en junio, con una disminución acumulada de 0,9 p.p. en el año (ver Gráfico 8.14).

### **Políticas de financiamiento productivo y crédito al sector privado<sup>83</sup>**

El BCRA continuó con las políticas de estímulo al crédito productivo, a través del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB) y la Línea de Créditos para la Inversión Productiva. Como consecuencia de estas iniciativas y sumado al proceso de sustitución de financiamiento previamente otorgado en moneda extranjera por financiamiento en pesos, los préstamos en pesos al sector privado continuaron mostrando un elevado ritmo de crecimiento. La tasa de variación interanual de junio ascendió a 40,9% (ver Gráfico 8.15). En el trimestre, los préstamos en pesos al sector privado presentaron un aumento de \$27.450 millones (7,6%), acelerando su ritmo de expansión luego del período estival.

Gráfico 8.15

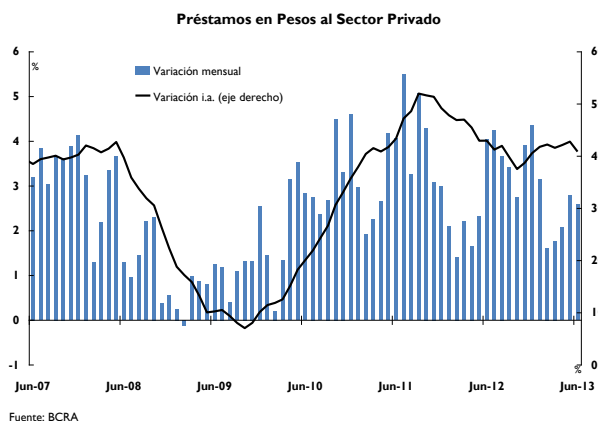
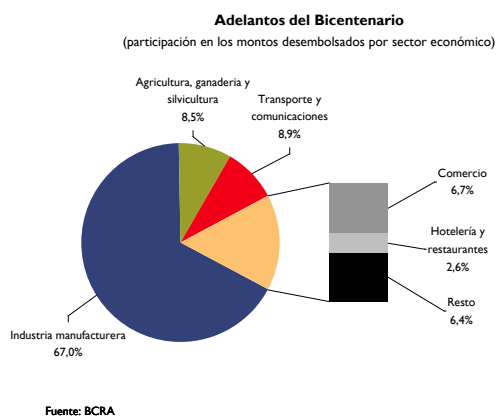


Gráfico 8.16



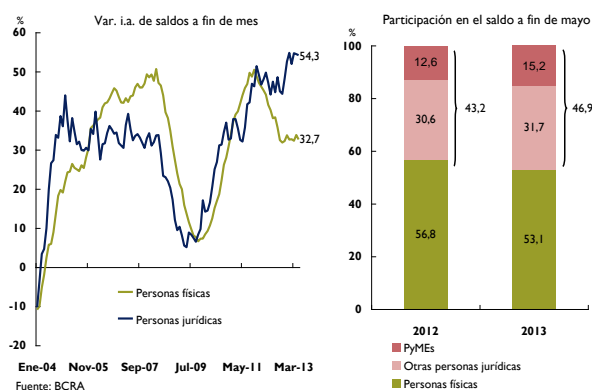
Los datos preliminares sobre la “Línea de Créditos para la Inversión Productiva” indican que al mes de mayo se había otorgado más de la mitad del monto objetivo para el primer semestre de 2013, fijado en \$17.408 millones (ver Apartado 2). Además, en lo que va de este año, se desembolsaron alrededor de \$3.100 millones correspondientes al remanente de los préstamos comprometidos en 2012, que habían sido acordados de forma escalonada. De esta manera, considerando tanto los proyectos ya financiados correspondientes al primer semestre de este año como los desembolsos de préstamos escalonados previos, entre enero y mayo de 2013 se efectivizaron créditos por un total de aproximadamente \$12.000 millones. La Línea de Créditos para la Inversión Productiva tendrá su tercer etapa durante el segundo semestre de 2013, considerando en esta oportu-

<sup>83</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 8.17

## Préstamos en Pesos al Sector Privado



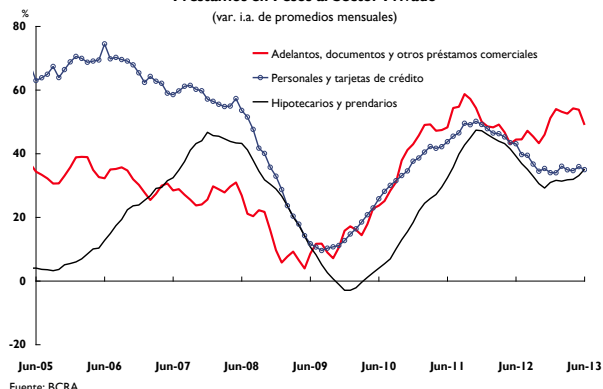
nidad el 5% del saldo de depósitos privados de mayo de 2013 (ascendería a \$ 20.086 millones). Al igual que en las dos etapas anteriores, al menos la mitad de ese monto deberá ser otorgado a Micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs), aunque esta vez se incorpora la posibilidad de que, en el caso de MiPyMEs, puedan destinar hasta un 20% del monto total del proyecto a financiar capital de trabajo asociado a la inversión productiva. En cuanto a las condiciones de los préstamos, la tasa de interés será del 15,2% y el plazo mínimo permanecerá en 3 años<sup>84</sup>.

Durante el primer semestre del año, el Banco Central continuó licitando fondos en el marco del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB). En el segundo trimestre del año se realizaron dos licitaciones, mediante las cuales se adjudicaron \$531,3 millones, con lo que el total adjudicado desde que comenzó el PFPB asciende a \$6.921,2 millones. Asimismo, el total de recursos efectivamente desembolsados al mes de junio representa alrededor del 70% de lo adjudicado, siendo el principal destino de estos fondos el financiamiento a la industria manufacturera (ver Gráfico 8.16).

Gráfico 8.18

## Préstamos en Pesos al Sector Privado

(var. i.a. de promedios mensuales)

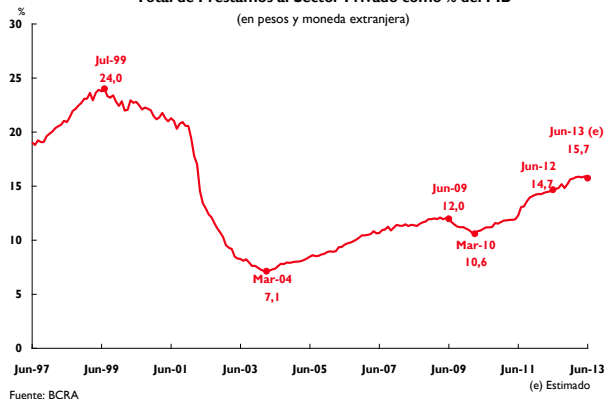


Favorecidos por las políticas de estímulo y por el proceso de sustitución entre monedas, los préstamos en pesos destinados a financiar a las personas jurídicas crecen por encima de los destinados a las personas físicas. De acuerdo a la última información disponible, en mayo de 2013 presentaron una tasa de variación interanual de 54,3% y 32,7%, respectivamente. Como consecuencia, los préstamos a las personas jurídicas incrementaron su participación en el saldo de créditos en pesos al sector privado. En efecto, pasaron de representar aproximadamente el 43% del total en 2012 a cerca del 47% en mayo de este año. Cabe destacar que tanto las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) como las grandes empresas ganaron participación dentro de los préstamos en pesos al sector privado (ver Gráfico 8.17).

Gráfico 8.19

## Total de Préstamos al Sector Privado como % del PIB

(en pesos y moneda extranjera)

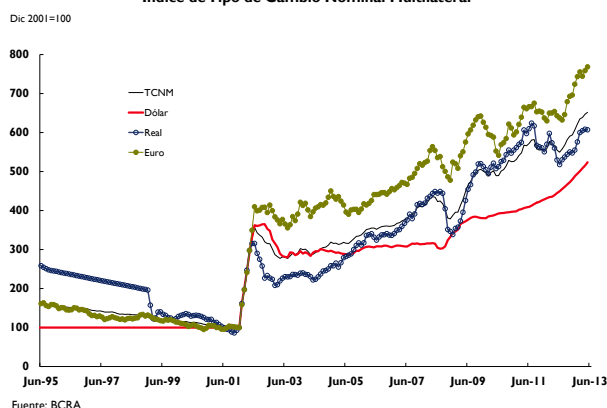


Del mismo modo, las líneas destinadas a financiar las actividades comerciales, como los adelantos y los documentos, mostraron desde mediados de 2012 un mayor dinamismo que las líneas orientadas a financiar el consumo de las familias y de los préstamos con garantía real (ver Gráfico 8.18).

Los préstamos en moneda extranjera al sector privado, destinados fundamentalmente a la prefinanciación de exportaciones, registraron una disminución en el segundo trimestre del año (3,9%), mos-

<sup>84</sup> Ver Comunicación "A" 5449.

**Gráfico 8.20**  
Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral



trando desde mediados de 2012 una paulatina reducción en el ritmo de caída mensual. Adicionalmente, y como se mencionara anteriormente, parte de estos préstamos se han canalizado a través de financiaci3nes en moneda doméstica.

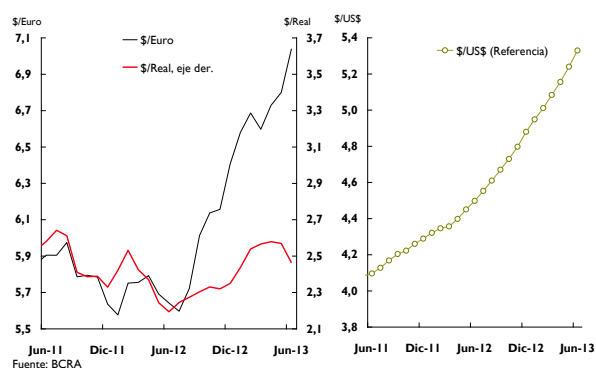
El total de préstamos (pesos y moneda extranjera) al sector privado registró en junio de 2013 un crecimiento de 32,2% i.a., alcanzando un ratio respecto al PIB de 15,7%, lo cual implica un aumento de 1,1 p.p. respecto a junio de 2012 y de más de 5 p.p. desde la recuperación iniciada a principio de 2010 (ver Gráfico 8.19). Pese a los avances realizados en los últimos años, los niveles actuales de préstamos respecto al PIB continúan siendo reducidos, tanto en términos históricos como regionales.

### Reservas internacionales y mercado cambiario

Durante el segundo trimestre de 2013 el peso continuó depreciándose respecto al Dólar Estadounidense y al Euro, mientras que se apreció respecto al real. Las cotizaciones promedio de junio de 2013 fueron 5,33 \$/US\$, 7,04 \$/€, y 2,46 \$/Real, respectivamente, lo que implicó, una variaci3n en el trimestre de 4,8%, 6,7% y -4,0%, para cada caso (ver Gráfico 8.20). Considerando un grupo más amplio de socios comerciales, se observa que el Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral aumentó 2,1% en mayo respecto a marzo, evidenciando una variaci3n mensual promedio menor a la registrada en el primer trimestre (ver Gráfico 8.21).

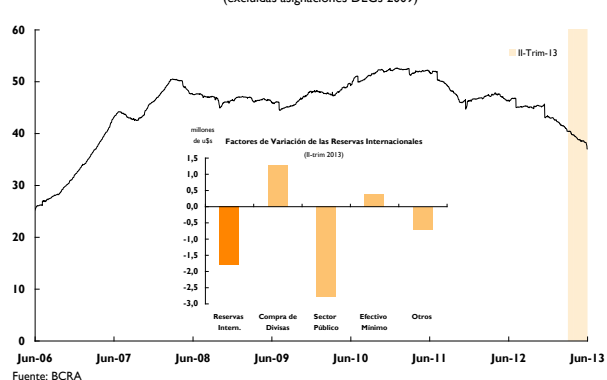
El monto promedio negociado diariamente en el mercado a futuro (ROFEX) fue de alrededor de \$860 millones, levemente inferior al del primer trimestre de 2013 y al monto promedio diario del año anterior. A su vez, la depreciaci3n esperada para los próximos meses se moderó en comparaci3n con marzo.

**Gráfico 8.21**  
Mercado de Cambios  
(cotizaciones promedio)



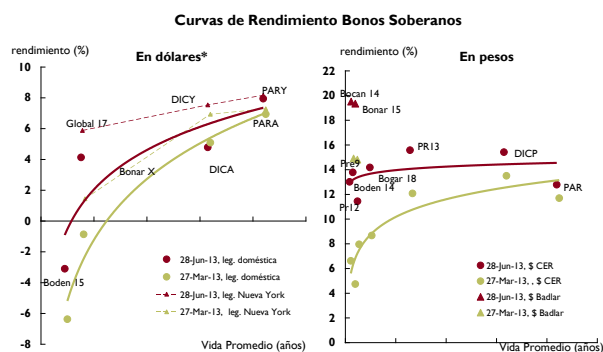
**Gráfico 8.22**

**Reservas Internacionales del BCRA**  
(excluidas asignaciones DEGs 2009)



En el segundo trimestre de 2013 el BCRA volvió a ser comprador neto en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), adquiriendo en esta oportunidad US\$1.530 millones. A su vez las entidades financieras incrementaron sus saldos en cuentas corrientes en moneda extranjera en el BCRA por US\$380 millones. No obstante, dichos efectos fueron más que compensados por las cancelaciones de deuda externa, por lo que el saldo de las reservas internacionales registró una caída de US\$3.441 millones (8,5%), llevando el stock a US\$37.005 millones (ver Gráfico 8.22).

Gráfico 8.23

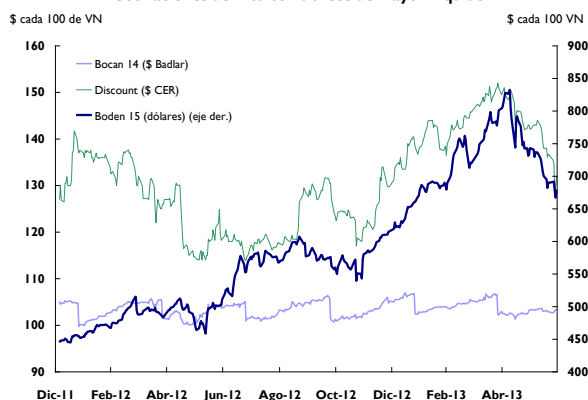


\*En base a cotizaciones en pesos en plazas locales pasadas a dólar utilizando el tipo de cambio mayorista. Excluye el Bonar VII que amortiza en septiembre de 2013.

Fuente: Reuters y Bloomberg

Gráfico 8.24

Cotizaciones de Títulos Públicos de Mayor Liquidez



Fuente: BCBA. Cotizaciones en pesos.

## 8.2 Mercado de activos

En el segundo trimestre las cotizaciones de los títulos públicos y las acciones tuvieron mermas generalizadas. Si bien durante abril se extendió la tendencia positiva general observada en el primer trimestre, a comienzos de mayo pasó a evidenciarse un retroceso de las cotizaciones que se extendió hasta fin de junio. Sin embargo, el financiamiento al sector corporativo a través del mercado de capitales doméstico continuó evidenciando cierto dinamismo en términos de montos, aunque con suba en los costos para diversos instrumentos.

Contrastando con el avance que se dio en 2012 y en el primer trimestre de este año, desde fines de marzo los precios de los títulos públicos argentinos acumularon un saldo negativo en las plazas locales (ver Gráfico 8.24). Los precios de los bonos en dólares transados en moneda doméstica —operaciones que explican la mayor parte de los montos operados en la plaza local— tendieron a la baja. Para los bonos de corto y mediano plazo con legislación argentina (los de mayor liquidez) el incremento en los rendimientos fue marcado<sup>85</sup>. Entre los bonos en pesos también se verificaron mermas generalizadas en los precios, que se tradujeron en ampliaciones en los rendimientos de más de 600 puntos básicos (p.b.) en promedio para los instrumentos de corto y mediano plazo de la curva CER (ver Gráfico 8.25) y de cerca de 450 p.b. para las especies nominales (en línea con la suba que experimentó en dicho lapso la Badlar Bancos Privados —más de 200 p.b.). En el caso de las Unidades Vinculadas al PIB, y en oposición a lo observado en el trimestre anterior, las cotizaciones en la plaza local acumularon un fuerte avance desde fines de marzo, tanto en aquellas en dólares como en la especie en pesos, en función del comportamiento observado a fines de junio<sup>86</sup>.

El volumen total operado localmente en instrumentos de renta fija (títulos públicos e instrumentos del BCRA) en el segundo trimestre fue cercano a \$3.700 millones en promedio diario<sup>87</sup>. Esto implica un incremento superior al 10% en comparación con el pe-

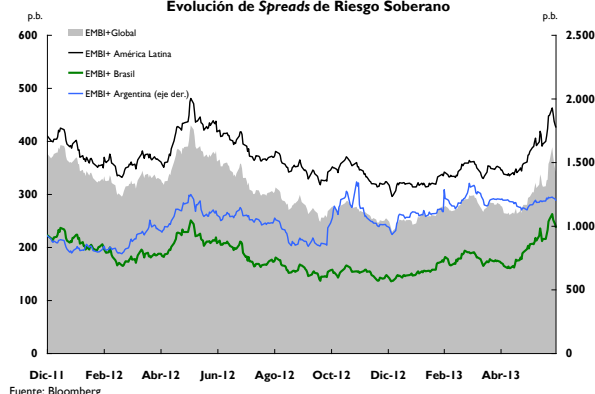
<sup>85</sup> Más de 400 p.b. teniendo en cuenta los rendimientos calculados utilizando el tipo de cambio mayorista para convertir las cotizaciones en pesos a dólares (se excluye el Bonar VII cuyo vencimiento opera en septiembre de 2013). Considerando las cotizaciones de operaciones que se realizan efectivamente en dólares (en BCBA para 72 hs. de plazo), las cotizaciones presentaron variaciones mixtas, aunque el Boden 15 (la especie más transada) tuvo una ampliación en su rendimiento de más de 400 p.b.

<sup>86</sup> La mejora coincidió con la publicación de indicadores de actividad económica. Los precios de las unidades en dólares subieron 12% en promedio y aquella en dólares lo hizo en torno a 30% (en todos los casos corresponde a cotizaciones en pesos en la plaza local).

<sup>87</sup> Datos provisionarios al 30 de junio de 2013. En base a montos de BCBA y MAE, incluye títulos públicos del Gobierno Nacional, Lebac y Nobac, títulos provinciales, ON y otros.

Gráfico 8.25

Evolución de Spreads de Riesgo Soberano



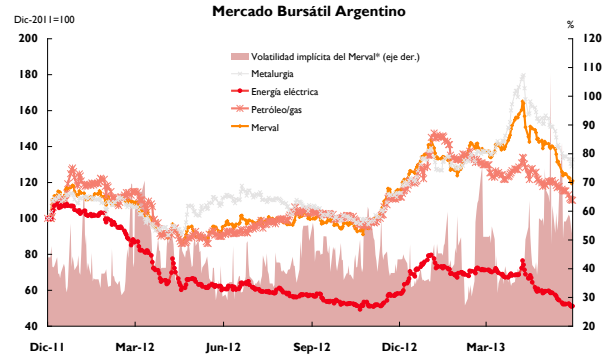
Fuente: Bloomberg

río inmediatamente anterior y de 60% con respecto al mismo período de 2012. En particular, en la operatoria con títulos públicos se verificó una mayor concentración en bonos en dólares: las 5 especies más líquidas en la plaza local explicaron cerca del 70% del total negociado en este segmento<sup>88</sup>, mientras que en el primer trimestre representaban menos del 50%.

Con respecto a los diferenciales de riesgo soberano de la deuda argentina, desde fines de marzo se verificó una contracción, corrigiendo parte de la suba experimentada en los primeros meses de 2013. El margen del EMBI+ de la Argentina operó entre 1.100 p.b. y 1.300 p.b. durante el período, bajando casi 110 p.b. entre fines de marzo y fines de junio para finalizar en un nivel cercano a 1.200 p.b. (ver Gráfico 8.26). Esta mejora se dio como resultado del efecto combinado de un incremento en los rendimientos de los bonos del Tesoro norteamericano de largo plazo (que se toman como referencia) y de un recorte en los retornos de los bonos soberanos argentinos en dólares con legislación internacional en las plazas del exterior<sup>89</sup>.

Gráfico 8.26

Mercado Bursátil Argentino



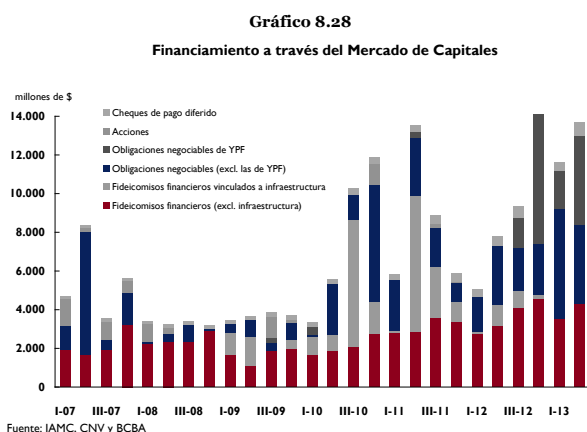
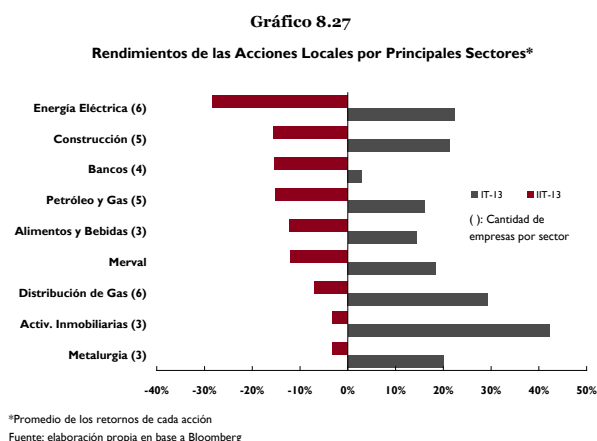
\*Promedio simple de las volatilidades implícitas de opciones de compra más próximas, sobre las acciones de Grupo Financiero Galicia, Telecom y Tenaris.

Fuente: Bloomberg

En términos del mercado accionario, desde fines de marzo el Merval evidenció un patrón cambiante y con volatilidad creciente. El índice observó una importante tendencia alcista hasta las primeras semanas de mayo (llegando a marcar nuevos máximos históricos en pesos), para luego retroceder de forma marcada (ver Gráfico 8.27). Así, el Merval cayó 12% en el segundo trimestre, aunque en 2013 acumula un avance de más de 4% en función de las subas computadas en los primeros meses del año. Las bajas trimestrales fueron generalizadas entre todos los sectores. Las acciones del sector eléctrico y de la construcción, que habían tenido un retorno destacable en el primer trimestre, fueron las que mayores caídas en sus cotizaciones experimentaron posteriormente (ver Gráfico 8.28). Las menores caídas fueron para las acciones vinculadas a metalurgia y a actividades inmobiliarias. En relación al volumen operado en acciones, el promedio diario se ubicó en \$42 millones (aunque hubo algunas jornadas con negociación superior a \$100 millones),

<sup>88</sup> En base a información al 31 de mayo de 2013.

<sup>89</sup> Para la elaboración del EMBI+ se toman en cuenta los instrumentos con estas características, ponderando cada bono en base a la liquidez en el mercado secundario. El desempeño de estos instrumentos se ha visto afectado desde fines de 2012 por las distintas instancias que atravesó el reclamo judicial que fue presentado en la justicia de EE.UU. contra la Argentina por parte de algunos fondos de inversión que no participaron en los canjes de deuda soberana de 2005 y 2010. Queda pendiente conocer la decisión de la Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito de Nueva York.



por debajo del promedio de \$56 millones del primer trimestre del año<sup>90</sup>.

El acceso a financiamiento a través del mercado de capitales mantuvo su dinamismo en los últimos meses. Entre abril y junio hubo colocaciones de obligaciones negociables, fideicomisos financieros y cheques de pago diferido por un total de casi \$13.700 millones, con un crecimiento de 18% respecto a los tres meses anteriores y de 76% en términos interanuales (ver Gráfico 8.29).

Las colocaciones de bonos corporativos siguieron explicando la mayor parte de estos montos agregados de nuevo financiamiento, con más de \$8.600 millones en el segundo trimestre. Este volumen es 13% superior al registrado el trimestre anterior y 185% mayor al de hace un año atrás. En estos meses más de la mitad del monto colocado en obligaciones negociables correspondió a operaciones de YPF (explicando la alta ponderación del sector petrolero sobre el total)<sup>91</sup>, mientras que el resto estuvo mayormente vinculado a emisiones del sector financiero<sup>92</sup> (ver Tabla 8.1). Las colocaciones en moneda local a un plazo en torno a 18 meses continuaron siendo predominantes, si bien en el trimestre se verificó cierto incremento en los plazos de colocación en promedio ponderado. En relación a los costos de financiamiento, se observaron ciertos aumentos acompañando la suba de la Badlar Bancos Privados. En particular, para las obligaciones negociables en pesos del sector financiero a 18 meses de plazo se dieron subas en los costos de unos 190 p.b. entre fines de marzo y las últimas semanas de junio (aunque en promedio ponderado por monto los cambios no fueron sustanciales a nivel trimestral).

Las financiaciones con fideicomisos financieros sumaron más de \$4.300 millones desde fines de marzo (subieron 23% trimestralmente y 2% interanualmente, debido a que no hubo colocaciones relacionadas a proyectos de infraestructura en los últimos meses). En términos del costo de financiamiento, las tasas de corte exigidas para los valores *senior* de estos instrumentos se incrementaron cerca de 200 p.b. en los últimos meses.

<sup>90</sup> Las jornadas con mayores operaciones se dieron en el período de subas de cotizaciones (hasta mediados de mayo), y posteriormente la baja del Merval fue acompañada con ruedas con relativamente menores montos transados (en torno a los \$40 millones en promedio).

<sup>91</sup> Excluyendo las colocaciones de YPF, se observa una caída trimestral de 29%, aunque se mantiene una suba interanual (34%).

<sup>92</sup> Excluyendo las operaciones de YPF, las colocaciones del sector financiero explicaron el 70% del monto total del trimestre.

**Tabla 8.1**  
**Colocaciones de Bonos Corporativos por Sector Económico**

	Monto colocado			Plazo promedio			Rendimiento promedio		
	(millones de pesos)			ponderado (meses)			ponderado* (%)		
	IIT-12	IT-13	IIT-13	IIT-12	IT-13	IIT-13	IIT-12	IT-13	IIT-13
Petróleo y Gas	32,6	3.825,0	4.846,2	12	46,2	69,7	14,8	18,8	19,0
Sector Financiero	1.915,5	1.989,1	2.835,1	16	17,9	21,4	14,0	19,0	18,9
Agricultura y Ganadería	408,2	575,0	369,2	26,1	20,3	41,5	15,1	18,9	-
Activ. Inmobiliarias	396,6	575,0	0,0	-	39,9	-	-	19,4	-
Otros	275,6	685,7	589,7	23,3	17,8	29,6	19,2	19,2	-
Memo: Badlar promedio trimestral							12,0	14,9	15,8

(\*) En base a un plazo de referencia para operaciones en pesos: petróleo y gas 12 meses,

sector financiero 18 meses, agricultura y ganadería 18 meses, actividades inmobiliarias 24 meses, otros 18 meses.

Fuente: elaboración propia en base a BCBA, BCRA y CNV.

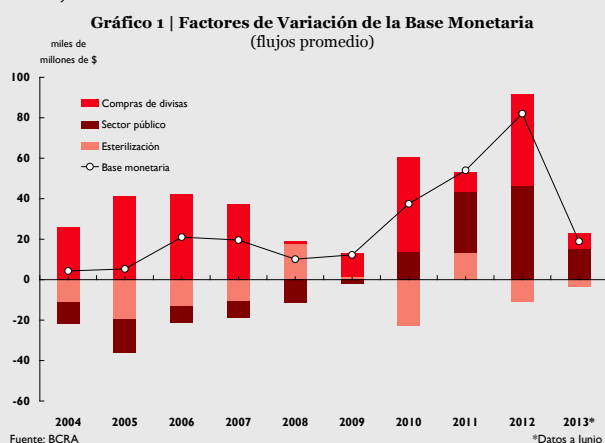
Por último, las operaciones con cheques de pago diferido alcanzaron niveles récord en mayo y junio, observándose desde fines de marzo un crecimiento del volumen de 56% en relación al periodo inmediatamente anterior y de 49% interanualmente. En este caso, las tasas de interés operadas para cheques de pago diferido avalados cayeron en el trimestre 80 p.b., pese a que se dio una suba promedio de 70 p.b. durante mayo y junio.



## Apartado 4 / Expansión monetaria y monetización a partir de 2004

Desde 2004 el nivel de monetización en la Argentina –el conjunto de billetes, monedas y depósitos en pesos, denominado M3, en relación al Producto– creció 1,7 p.p. hasta promediar 28,8% en 2012. En este lapso, la base monetaria –el circulante en poder del público y los encajes– se expandió 0,8 p.p. en relación al PIB, alcanzando un promedio anual de 11,3% en 2012. Como en cualquier mercado, el nivel de los agregados monetarios de la economía se determina a partir de la interacción de la demanda y la oferta. Dentro de esta última se distinguen grandes factores de creación o expansión tanto de la base monetaria (dinero primario) como del M3 (dinero amplio), la mayoría de los cuales son comunes a ambos agregados y todos ellos, a su vez, están condicionados por las características de la coyuntura macroeconómica del período.

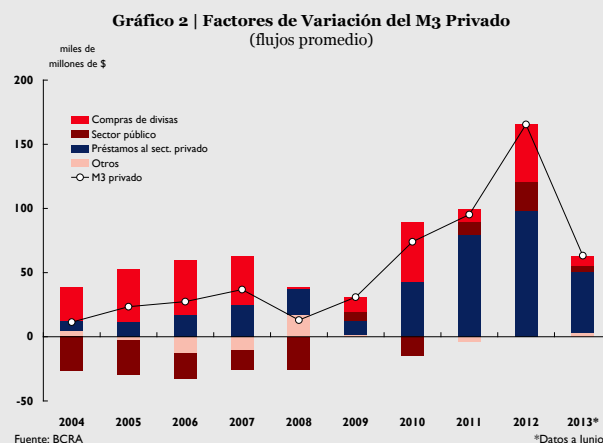
En la Argentina, durante los últimos años la contribución de los diferentes factores que explican el crecimiento de los agregados monetarios ha ido modificándose. En términos de los factores explicativos del crecimiento de la base monetaria pueden identificarse al menos tres períodos a partir de 2004 hasta la fecha, marcados por un denominador común: acompañar con la liquidez al crecimiento de la economía. Durante dichas etapas, las compras de divisas del BCRA, las operaciones del sector público y la regulación monetaria a través de las licitaciones de LEBAC y NOBAC y pases pasivos, interactuaron con distinta intensidad.



El primer período comprende los años 2004 a 2007. En el 2007 el contexto internacional comenzó a tornarse más adverso a raíz de los desequilibrios económicos que se acumularon en las economías desarrolladas. En este lapso la expansión de dinero primaria en la Argentina estuvo asociada principalmente a la compra de divisas, mientras

que las operaciones del sector público contribuyeron a absorber parte del efecto monetario expansivo. Durante estos años el Banco Central esterilizó, es decir moderó la oferta monetaria, mediante la colocación neta de LEBAC y NOBAC y la concertación de pases principalmente con los bancos y el cobro de redescuentos que habían sido otorgados al sistema financiero durante la crisis de 2001. La colocación de títulos explicó el 55% de la esterilización, mientras que los redescuentos comprendieron el 40% de la absorción.

Una segunda etapa, incluyó los años 2008 y 2009, período en la cual la expansión generada por las compras netas de divisas se redujo drásticamente en un escenario de profundización de la crisis financiera internacional. En este período fue necesario abatecer la demanda de dinero mediante una reducción del saldo de LEBAC y NOBAC, la compra de títulos públicos en el mercado secundario y un menor saldo de pases pasivos para el Banco Central, mientras que el sector público continuó siendo un factor de contracción de la base monetaria. Así, cuando el ingreso de divisas por exportaciones se había desplomado junto con la caída de los volúmenes internacionales de comercio y la retracción de los flujos de capitales incrementaba la incertidumbre en todas las economías, en la Argentina un mercado interno fortalecido con mayores índices de ocupación y recuperación de los ingresos de las familias siguió sosteniendo la demanda de dinero, fenómeno que fue contemplado por la oferta monetaria.



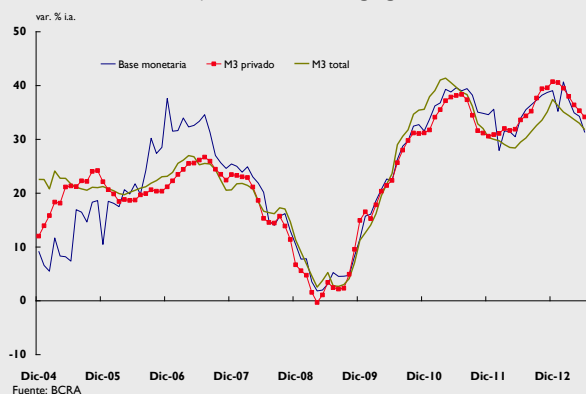
Por último, en la tercera etapa, que comienza en 2010, las operaciones del sector público constituyeron un factor de expansión monetaria a la par de las compras de divisas. Con excepción de 2011, el Banco Central absorbió en este período parte del efecto monetario de las compras de divisas y del

sector público principalmente mediante la colocación de LEBAC y NOBAC (ver Gráfico 1).

En lo que respecta a los factores de crecimiento del M3 total, de manera similar a lo observado entre los factores de la base monetaria, entre 2004 y 2007 el principal factor de expansión de los agregados monetarios más amplios fue la compra neta de divisas, mientras que las operaciones del sector público constituyeron un factor de contracción. Asimismo, en este período el crecimiento del crédito estimulaba la expansión del M3, cada vez con mayor intensidad. En cambio, en 2008 y 2009 la demanda de dinero amplio fue abastecida principalmente con préstamos al sector privado y mediante la disminución de los títulos que estaban en poder de particulares.

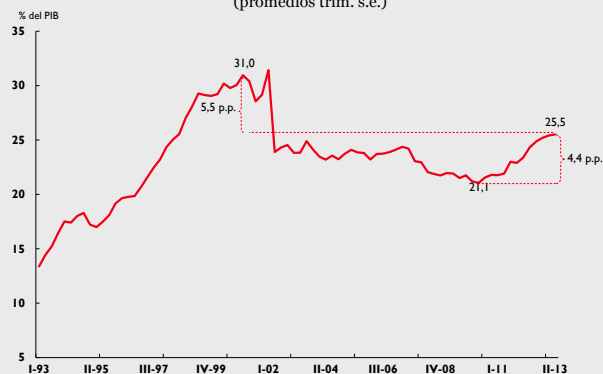
Es a partir de 2010, cuando el aumento del crédito al sector privado gana participación como motor de crecimiento del M3; y desde 2011 pasa a constituir el principal factor de expansión de los agregados monetarios en pesos (ver Gráfico 2). Asimismo, en esta etapa el sector público pasa de tener un efecto contractivo a generar aumentos en el M3 por sus operaciones con el BCRA. No obstante, a diferencia de lo que ocurre con la base monetaria, en el caso de este agregado monetario más amplio el sector público formó parte de la demanda de M3 incrementando su saldo de depósitos en pesos, con especial incidencia de los plazos fijos, durante la mayor parte del período bajo análisis. De esta forma, cuando se identifican los factores que explicaron el crecimiento del dinero amplio en cartera del sector privado (M3 privado) se observa que las operaciones del sector público en términos netos (efecto sobre base monetaria, más préstamos menos el crecimiento de depósitos) conforman la menor fuente de expansión a partir de 2011; su magnitud es muy inferior a la asociada a los préstamos al sector privado e incluso menor al efecto derivado de las compras de divisas.

Gráfico 3 | Evolución de los Agregados Monetarios



Así, a partir de 2011 el crédito constituye la principal fuente de creación de los recursos monetarios.

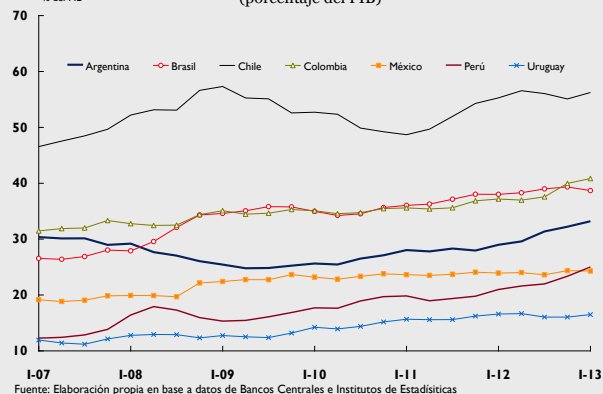
Gráfico 4 | M3\* Privado  
(promedios trim. s.e.)



Este aumento en la profundidad del canal del crédito, especialmente en pesos, que implicó que los préstamos al sector privado (en pesos y en moneda extranjera) en términos del PIB pasaran de 11% en 2010 a alrededor de 15,7% en junio de 2013, tuvo su correlato en un aumento de la monetización de la economía. El ratio de M3\* Privado (que incluye al circulante en poder del público y al total de depósitos del sector privado, en pesos y moneda extranjera) en términos del PIB ascendió en el segundo trimestre de 2013 a 25,5%, lo que implica un incremento de más de 4 p.p. respecto al observado a principios de 2010.

A pesar de los avances logrados en los niveles de monetización de la economía, su nivel actual es aún aproximadamente 5 p.p. más bajo que el prevalente con anterioridad a la crisis de la convertibilidad (ver Gráfico 4). Incluso, al comparar con otros países de la región se observa que si bien la tasa de crecimiento actual del agregado monetario más amplio en pesos es superior en la Argentina, el nivel de monetización de la economía local todavía se encuentra muy por debajo de los que se observan, por ejemplo, en Chile, Brasil y Colombia (ver Gráfico 5), economías donde el grado de dolarización de las transacciones es menor.

Gráfico 5 | Dinero Amplio  
(porcentaje del PIB)



## Glosario de Abreviaturas y Siglas

---

**Acum.:** Acumulado

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

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

**AFIP:** Administración Federal de Ingresos Públicos

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

**AIP:** Aglomerados del Interior del País

**ANFAVEA:** Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores - Brasil

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

**ANSeS-FGS:** Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la Administración Nacional de la Seguridad Social

**ART:** Aseguradoras de Riesgo de Trabajo

**AT:** Adelantos Transitorios

**ATN:** Aportes del Tesoro Nacional

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

**BAADE:** Bono Argentino de Ahorro para el Desarrollo Económico

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

**BCB:** Banco Central de Brasil

**BCCH:** Banco Central de Chile

**BCE:** Banco Central Europeo

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

**BFA:** Banco Financiero y de Ahorros

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

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

**BNA:** Banco de la Nación Argentina

**BNDES:** Banco Nacional de Desarrollo

**BOJ:** Banco de Japón

**CABA:** Ciudad Autónoma de Buenos Aires

**CBO:** *Congresional Budget Office* (Oficina de presupuesto del Congreso de los Estados Unidos)

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

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

**CER:** Coeficiente de Estabilización de Referencia

**CFTC:** *Commodities Future Trade Commission*

**CIF:** *Cost of Insurance and Freight* (costo de seguro y fletes)

**CNV:** Comisión Nacional de Valores

**C.O:** Carta Orgánica

**CONADU:** Federación Nacional de Docentes Universitarios

**Contrib.:** Contribución

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

**Cta. Corr.:** Cuenta Corriente

**DGA:** Dirección General de Aduanas

**DEG:** Derecho Especial de Giro

**DPN:** Deuda Pública Nacional

**e:** Estimado

**EEUU:** Estados Unidos

**EFNB:** Entidades Financieras No Bancarias

**EIB:** Banco de Inversión Europeo

**EMAE:** Estimador Mensual de Actividad Económica

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

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

**EMI:** Estimador Mensual Industrial

**ENARGAS:** Ente Nacional Regulador del Gas

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

**EPH:** Encuesta Permanente de Hogares

**FCI:** Fondos Comunes de Inversión

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

**FEFF:** Fondo Europeo de Estabilidad Financiera

**FFS:** Fondo Federal Solidario

**FGS:** Fondo de Garantía de Sustentabilidad

**FMI:** Fondo Monetario Internacional

**FOB:** *Free on Board* (puesto a bordo)

**FOMC:** Comité Federal de Mercado Abierto

**FONDEA:** Fondo de desendeudamiento argentino

**FONDOI:** Fondo de desendeudamiento con organismos financieros internacionales

**FROB:** Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria

**FSB:** *Financial Stability Board* (Consejo de estabilidad financiera)

**FUNCEX:** Fundación Centro de Estudios Comercio Exterior

**GBA:** Gran Buenos Aires

**GNL:** Gas natural licuado

**GRA:** Gabriel Rubinstein y Asociados

**ha:** Hectárea

**i.a.:** Interanual

**IAMC:** Instituto Argentino de Mercado de Capitales

**IBIF:** Inversión Bruta Interna Fija

**ICA:** Intercambio Comercial Argentino

**ICC:** Índice del Costo de la Construcción

**ICDCB:** Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias

**IED:** Inversión Extranjera Directa

**IERIC:** Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción

**IFI:** Instituciones Financieras Internacionales

**INDEC:** 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

**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

**ISM:** Institute for Supply Management

**ISSP:** Indicador Sintético de Servicios Públicos

**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.

**kW:** Kilowatts

**LCIP:** Línea de Créditos para la Inversión Productiva

**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

**M.A.E.:** Mercado Abierto Electrónico

**MEE:** Mecanismo de Estabilidad Europeo

**MEM:** Mercado Eléctrico Mayorista

**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

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

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

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

**OMC:** Organización Mundial de Comercio

**ON:** Obligaciones Negociables

<b>ONCCA:</b> Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario	<b>UOCRA:</b> Unión Obrera de la Construcción de la República Argentina
<b>p:</b> Proyectado	<b>US\$:</b> Dólares Americanos
<b>PAMI:</b> Obra Social para Jubilados y Pensionados	<b>USDA:</b> <i>United States Department of Agriculture</i> (Secretaría de Agricultura de EE.UU.)
<b>p.b.:</b> Puntos básicos	<b>UCI:</b> Utilización de la capacidad instalada
<b>PII:</b> Proyección de Inversión Internacional	<b>UOM:</b> Unión de Obreros Metalúrgicos
<b>p.p.:</b> Puntos porcentuales	<b>UTA:</b> Unión Tranviarios Automotor
<b>PEA:</b> Población Económicamente Activa	<b>UV:</b> Unidades vinculadas
<b>PF:</b> Plazo Fijo	<b>Var.:</b> Variación
<b>PFPB:</b> Programa de Financiamiento del Bicentenario	<b>VIX:</b> <i>CBOE Volatility Index</i>
<b>PIB:</b> Producto Interno Bruto	<b>VN:</b> Valor nominal
<b>PMI:</b> <i>Purchasing Managers' Index</i>	<b>VNR:</b> Valor Nominal Residual
<b>PN-13:</b> Presupuesto Nacional 2013	<b>VP:</b> Valor presente
<b>PNC:</b> Pensiones No Contributivas	<b>VSTOXX:</b> Volatilidad esperada del índice Eurostoxx600
<b>PP:</b> Productos primarios	<b>WBES:</b> <i>World Business Environment Survey</i>
<b>PPS:</b> Piso de Protección Social	<b>WTI:</b> <i>West Texas Intermediate</i>
<b>PPA:</b> Paridad de Poder Adquisitivo	<b>XN:</b> Exportaciones Netas
<b>PRO.CRE.AR:</b> Programa de Crédito Argentino	<b>YPF SA:</b> Yacimientos Petrolíferos Fiscales Sociedad Anónima
<b>Prom. móv.:</b> Promedio móvil	
<b>PyMEs:</b> Pequeñas y Medianas Empresas	
<b>QE:</b> <i>Quantitative easing</i>	
<b>Res:</b> Resolución	
<b>REM:</b> Relevamiento de Expectativas de Mercado	
<b>ROES:</b> Registro de operaciones de exportación	
<b>ROFEX:</b> Mercado a Término de Rosario	
<b>s.e.:</b> Serie sin estacionalidad	
<b>S.A:</b> Sociedad Anónima	
<b>Sec.:</b> Secretaría	
<b>SECEX:</b> Secretaría de Comercio Exterior de Brasil	
<b>SELIC:</b> <i>Sistema Especial de Liquidação e Custodia</i> (Tasa de referencia de Brasil)	
<b>SIPA:</b> Sistema Integrado Previsional Argentino	
<b>SPNF:</b> Sector Público Nacional no Financiero	
<b>S. Priv.:</b> Sector privado	
<b>SUBE:</b> Sistema Único de Boleto Electrónico	
<b>TC:</b> Tipo de cambio	
<b>TN:</b> Tesoro Nacional	
<b>tn.:</b> Tonelada	
<b>TNA:</b> Tasa Nominal Anual	
<b>Trim.:</b> Trimestral / Trimestre	
<b>TVPP:</b> Cupón vinculado al PIB	
<b>UCESCI:</b> Unidad de Control y Evaluación de Subsidios al Consumo Interno	