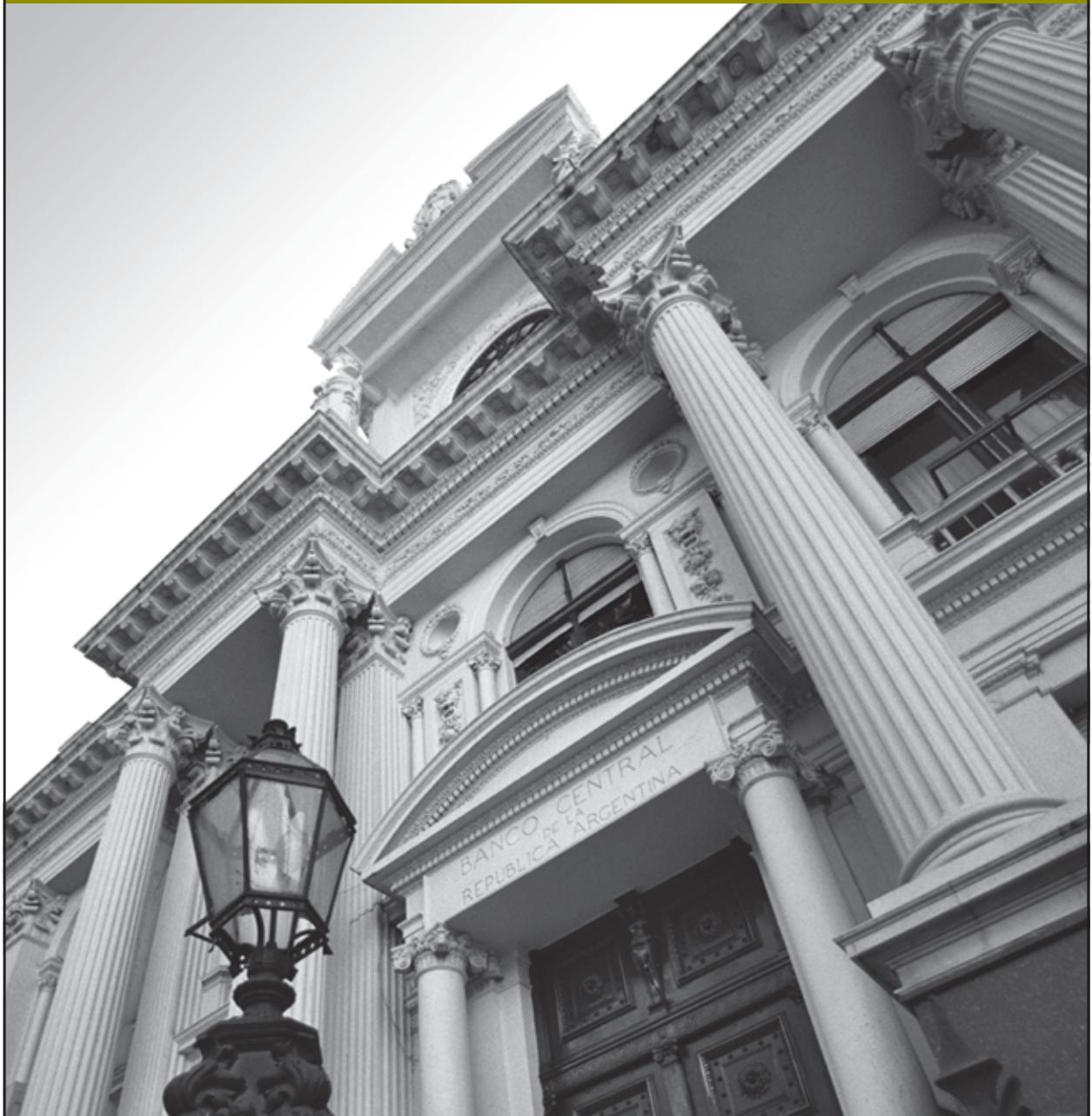


Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

Agosto de 2015



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

Agosto de 2015



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

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

ISSN 2313-9498
Edición electrónica

Fecha de publicación | Agosto de 2015

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

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

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

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente.
Para comentarios o consultas a la edición electrónica: analismacro@bcra.gob.ar

Prefacio

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

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

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

Buenos Aires, 31 de agosto de 2015.

Contenido

Pág. 5 | 1 Síntesis Ejecutiva

Pág. 11 | 2 Contexto Internacional

Pág. 23 | Apartado 1 / Tendencias Mundiales de los Mercados de Trabajo Post crisis Internacional

Pág. 27 | 3 Actividad Económica

Pág. 36 | 4 Condiciones Socio-económicas

Pág. 42 | Apartado 2 / Evolución Reciente de la Política de Asignaciones Familiares

Pág. 45 | 5 Sector Externo

Pág. 52 | 6 Finanzas Públicas

Pág. 61 | 7 Precios

Pág. 70 | Apartado 3 / Perspectivas Globales para el Ciclo Agrícola 2015/16

Pág. 73 | 8 Mercados Financieros

Pág. 78 | Apartado 4 / Crisis en Grecia y Principio de Acuerdo para un Tercer Programa de Asistencia Financiera Externa

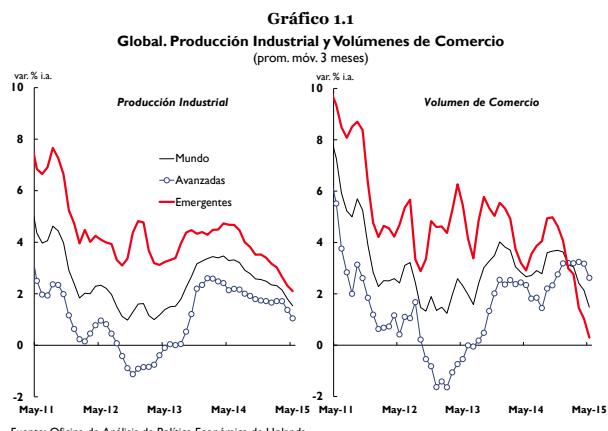
Pág. 85 | Apartado 5 / Un Ejercicio para Analizar la Sostenibilidad de la Deuda Pública en Grecia

Pág. 89 | 9 Política Monetaria

Pág. 100 | Apartado 6 / Educación Financiera

Pág. 103 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

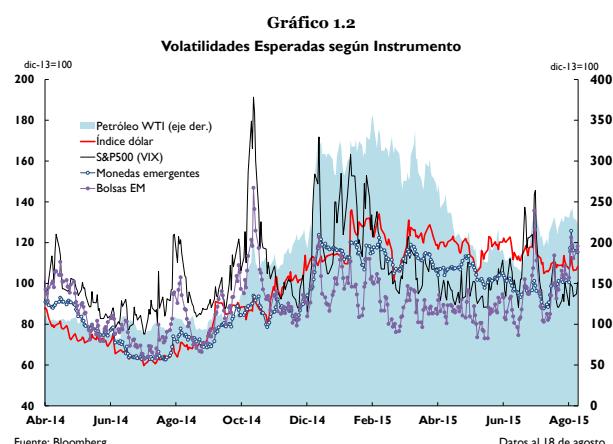
1 Síntesis Ejecutiva



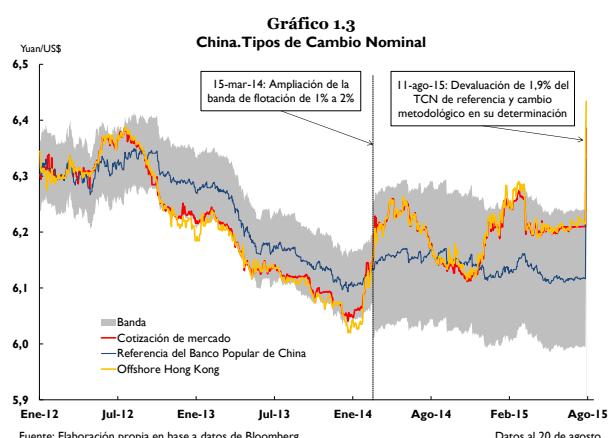
La actividad económica y los volúmenes de comercio internacionales continuaron desacelerando su ritmo de crecimiento en el tercer trimestre de 2015. Diversos episodios elevaron la volatilidad de los mercados financieros globales e incrementaron la incertidumbre respecto de la evolución macroeconómica de países de relevancia en la economía global.

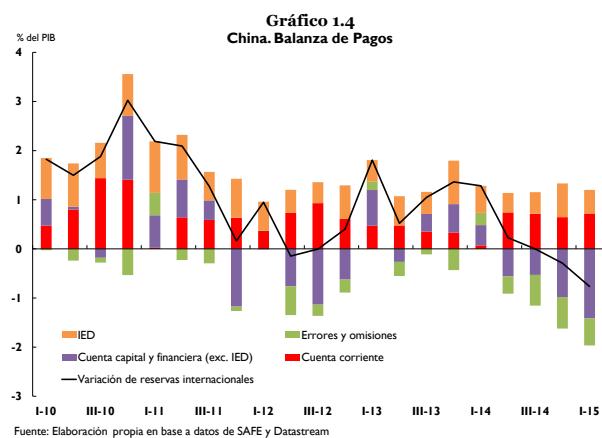
En la zona del euro, sobresalieron nuevamente los eventos vinculados a la crisis griega. Tras un período de intensas negociaciones, se acordó entre las autoridades griegas y las europeas, con participación del Fondo Monetario Internacional (FMI), el tercer programa de asistencia. En esta oportunidad, el financiamiento contemplado a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad asciende a €86.000 millones (que incluyen €25.000 millones para recapitalizar bancos); para él se requiere de una serie de medidas fiscales, reformas en mercados de bienes y trabajo, recapitalización de los bancos y privatizaciones. No obstante, prevalecen dudas respecto a la capacidad de que la economía griega encuentre una senda de crecimiento sostenible, cuando el problema de sustentabilidad de su deuda todavía no se ha abordado debidamente.

El desplome del mercado de valores de China —luego de un período de crecimiento muy acentuado— y la depreciación del yuan fueron otros focos de tensión en el mercado internacional de capitales. El 11 de agosto pasado el Banco Popular de China estableció un nuevo mecanismo mediante el cual el tipo de cambio pasa a fijarse teniendo en cuenta las condiciones del mercado y los movimientos de los tipos de cambio de las principales monedas. Desde ese momento el yuan acumuló una pérdida de valor de 2,9% respecto del dólar estadounidense (4,5% si se considera el tipo de cambio de referencia).



El nuevo régimen cambiario de China se decidió en un marco de caída de las exportaciones y de fuerte salida de capitales, que había ocasionado una disminución de las reservas internacionales —con una merma de casi US\$200.000 millones equivalente a 2 puntos porcentuales (p.p.) del PIB en lo acumulado de 2015 hasta julio y de US\$314.000 millones (3,1% del PIB) en términos interanuales—. A su vez, la debilidad de la demanda externa de China no logró ser compensada por el desempeño del consumo privado y la inversión, dando lugar a una desaceleración del crecimiento del PIB mayor que la prevista a inicios de año. El nuevo mecanismo cambiario se adopta cuando el FMI está revisando la canasta de monedas de los Derechos Especiales de Giro (DEG).

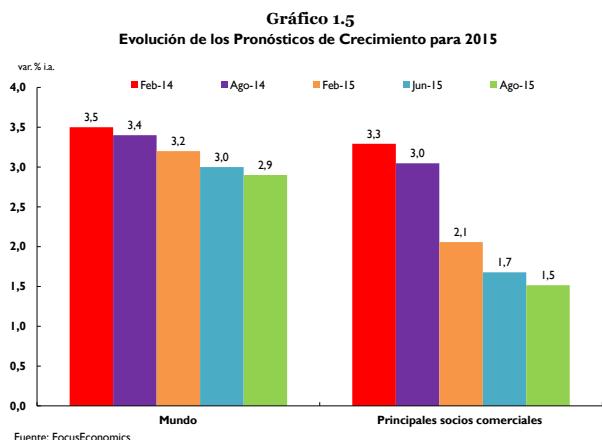




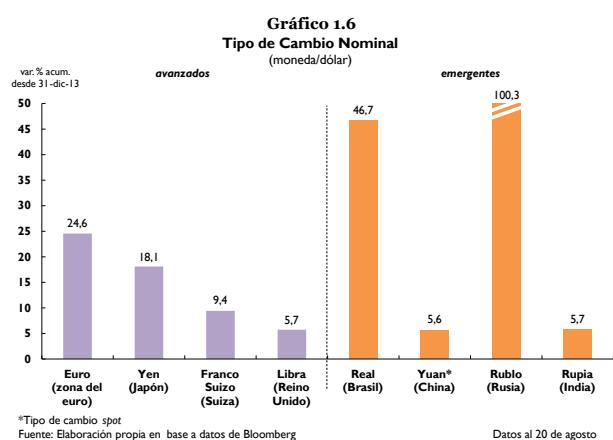
Al respecto, el organismo aclaró que este mecanismo es positivo respecto a dicho proceso.

Entre las economías avanzadas, persistió la heterogeneidad tanto en los desempeños económicos —particularmente para los Estados Unidos y el Reino Unido, por un lado, y la zona del euro y Japón, por el otro— así como en las políticas adoptadas. Si bien se estima que antes de fin de año se inicie en los Estados Unidos el ciclo alcista de las tasas de interés de referencia para la política monetaria, esta previsión se ha ido retrasando en el tiempo.

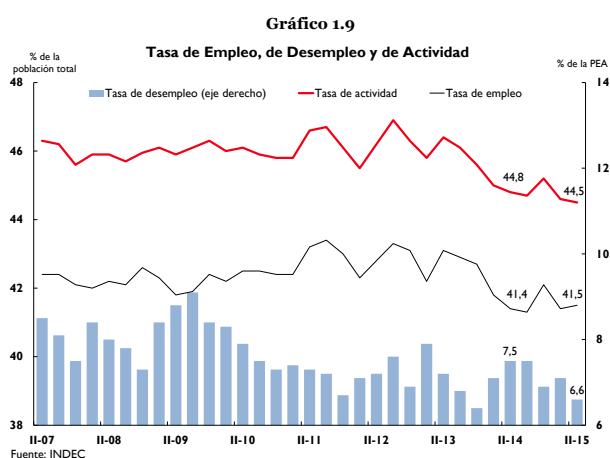
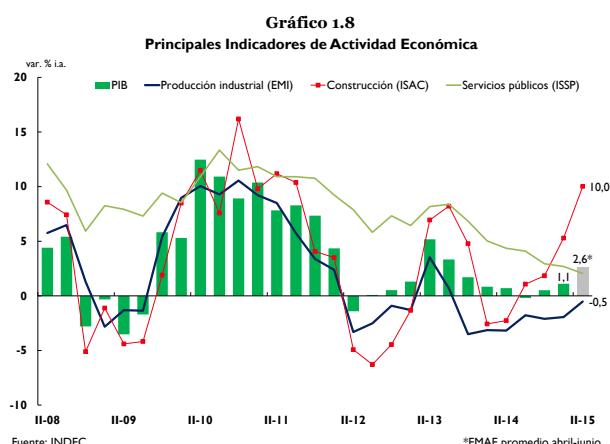
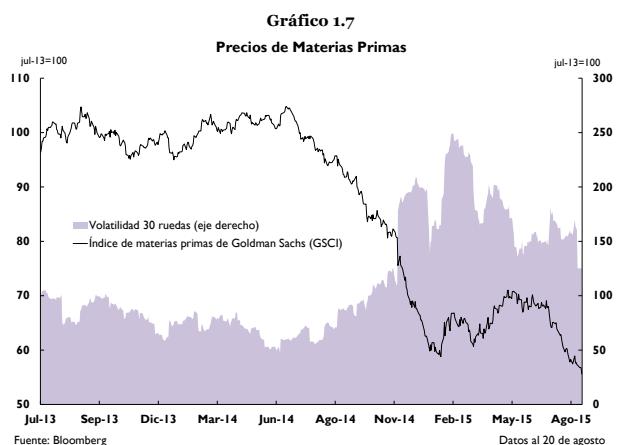
Las economías emergentes, con la notable excepción de India, siguieron desacelerando su tasa de expansión. Los países en desarrollo más afectados nuevamente fueron los exportadores de materias primas —ante caídas de los precios de esos productos— y aquellos más dependientes del ahorro externo —dado el deterioro de las condiciones de financiamiento externo—.



Se revisaron nuevamente a la baja las estimaciones de crecimiento global para 2015 a partir de las correcciones efectuadas para los Estados Unidos y el grupo de los BRIC (Brasil, Rusia, India y China). El primer caso respondió a factores transitorios durante el primer trimestre del año y a un desempeño inferior a lo previsto entre abril y junio que mitigaron la expectativa de expansión para el año, a pesar de que aún se espera un sólido desempeño de la actividad para lo que resta del año. Por su parte, el resto de los países del BRIC, a excepción de India, continúa registrando un desempeño económico menos favorable que el previsto inicialmente. Así, se espera una expansión del PIB mundial de 2,9% para 2015, 0,3 p.p. por debajo de lo previsto a inicios de año. Las economías avanzadas presentarían un aumento de la actividad de 2%, mientras que el de las emergentes sería de 5,1%.



Las previsiones de crecimiento del mercado aún no han capturado, por ejemplo, el impacto que tendría sobre el crecimiento mundial las recientes decisiones cambiarias en China. Además de generar incertidumbre acerca de cuánto dejaría depreciar el yuan la autoridad monetaria, la modificación del régimen cambiario alentó expectativas de una mayor desaceleración en China; con ellas, hay dudas sobre el impacto en los precios de las materias primas. También recuperó fuerza el debate sobre la eventual “guerra de monedas”, expresión que se utiliza para describir las acciones de política cambiaria que adoptan las autoridades de determinado país en respuesta a decisiones que alteren considerablemente las paridades de sus monedas. Finalmente, si bien los analistas especializados continúan previendo para 2015 el inicio del ciclo alcista de las tasas de interés de refe-



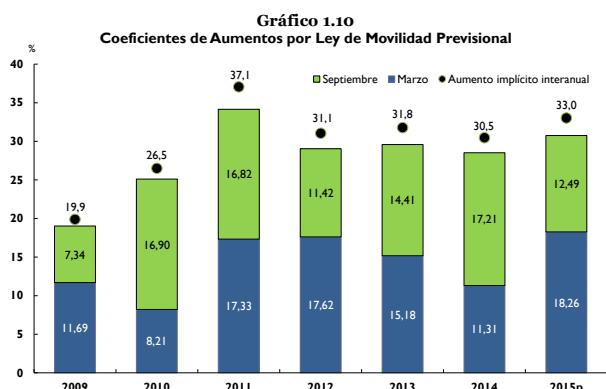
rencia de los Estados Unidos, en función de los recientes desarrollos las expectativas podrían virar a un aplazamiento del cambio de política monetaria.

Los precios internacionales de las materias primas continuaron cayendo a lo largo del tercer trimestre, agregando presión adicional a la ya baja inflación global. El comportamiento del precio de los productos primarios estuvo influenciado por la apreciación generalizada del dólar estadounidense y la abundante oferta de estos bienes. Sobre los productos industriales también presionó a la baja la débil demanda global —particularmente de China que podría debilitarse aún más en función de los episodios recientes—. Afectó en igual sentido al precio del petróleo el avance de las negociaciones sobre el desarme nuclear de Irán, que llevarían a la eliminación de las sanciones comerciales vigentes sobre este país. Ello implicaría, según la Oficina de Información de Energía de los Estados Unidos (EIA, por su sigla en inglés), un incremento de la oferta de crudo cercano a los 0,3 millones de barriles por día hacia el segundo semestre de 2016 (equivalente a 0,3% de la demanda global de petróleo y otros combustibles líquidos).

El escenario internacional que enfrentará Argentina en los próximos trimestres será menos favorable que el previsto meses atrás y que el evidenciado en años anteriores. Por un lado, los principales socios comerciales del país registrarían un crecimiento de 1,5%, casi la mitad del previsto para el mundo. Por otra parte, persistiría una abundante oferta global agrícola, energética y minera, que mantendría la tendencia bajista sobre las cotizaciones de los principales productos primarios de exportación —que en julio se ubicaron 17% por debajo de sus valores de un año atrás—. En igual sentido influiría una nueva apreciación del dólar.

En este contexto, se espera que el impulso a la producción de bienes y servicios provenga nuevamente de la demanda interna. Durante el primer trimestre de 2015, el crecimiento del PIB de 1,1% i.a. estuvo determinado principalmente por el consumo privado (0,8% i.a.), y en menor medida, la inversión (0,5% i.a.): los indicadores adelantados señalaron que el desempeño positivo de ambos componentes del gasto continuó en el segundo trimestre del año.

Por el lado de la oferta fueron precisamente los sectores vinculados al mercado interno los que mostraron el mayor dinamismo entre abril y junio. La construcción aumentó 10% i.a., observándose crecimientos tanto en la obra privada como pública. Los servicios, por su parte, se elevaron 2% i.a., destacándose la recuperación del comercio. En el caso de la industria, si bien se mantuvo en baja, al excluirse los productos mayormente relacionados con las exportaciones, la



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

actividad pasó de crecer 0,6% i.a. en el primer trimestre a registrar un alza de 3,3% i.a. en el segundo.

El consumo de las familias volvería a encontrar sustento en la relativa estabilidad de las condiciones laborales, en las acciones tendientes a facilitar el crédito y en las políticas de ingresos. En efecto, la tasa de desocupación se ubicó en 6,6% de la población económicamente activa en el segundo trimestre de 2015, indicando una disminución en relación a un año atrás (-0,9 p.p.). La tasa de empleo presentó una leve suba de 0,1 p.p. en igual período alcanzando al 41,5% de la población, al tiempo que la fuerza laboral redujo su participación en el mercado en 0,3 p.p. hasta alcanzar el 44,5% de la población. En tanto, los asalariados comenzaron a percibir los aumentos en sus remuneraciones luego del cierre de las negociaciones paritarias, reflejándose en una suba del índice de salarios de 29% i.a. en junio pasado, en un contexto de desaceleración de los precios.

Gráfico 1.11
Políticas Sociales Destinadas a Niños, Adolescentes y Jóvenes, Trabajadores y Adultos Mayores

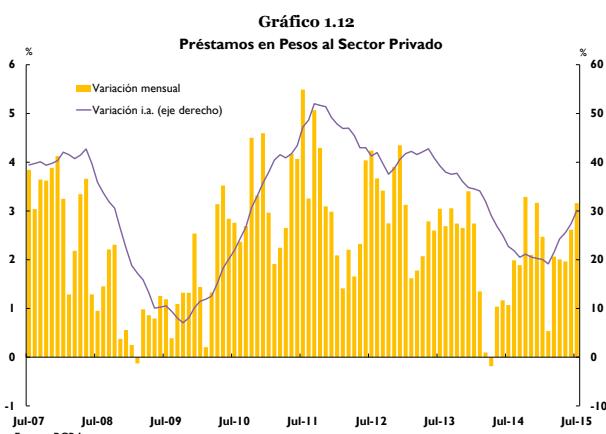


Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, ANSeS y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

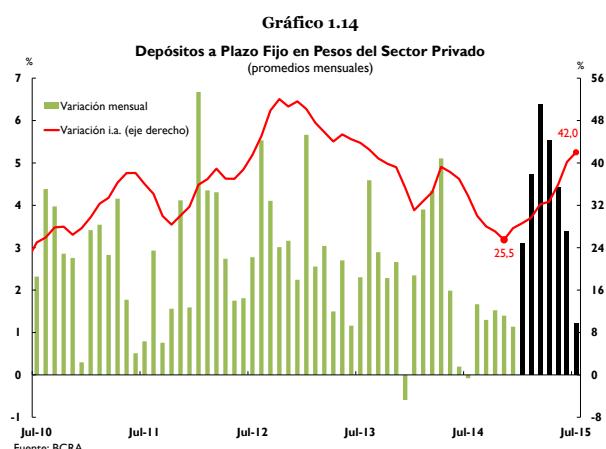
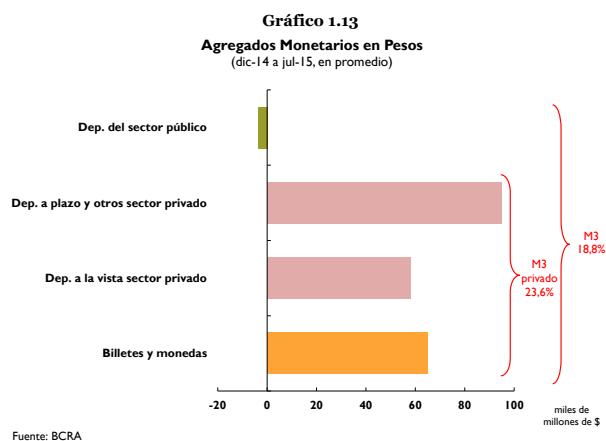
Por su parte, luego de que a mediados de 2014 el BCRA estableciera tasas de interés máximas para ciertas líneas de préstamos destinadas a los hogares, los créditos personales exhibieron un mayor dinamismo, incrementándose 31,6% i.a. en julio de 2015, 12,6 p.p. por encima de lo observado el pasado diciembre. Asimismo, las financiaciones con tarjetas se elevaron 52% i.a. en el séptimo mes del año, favorecidas por el programa “Ahora 12”.

Los ingresos de las familias seguirán complementándose con diversas acciones públicas dirigidas a reforzar los recursos a los sectores más vulnerables. Dentro de las políticas más destacadas cabe mencionar la actualización regular de los haberes en el marco de la ley de movilidad previsional (18,26% a partir de marzo y 12,49% en septiembre); a ella se sumó la incorporación de más de 500 mil beneficiarios en el último año, a partir de la segunda etapa del plan de inclusión. Además, desde abril de 2015 se incrementó un 50% el monto y se amplió la población objetivo del Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROGRESAR). En junio de este año comenzó a regir el alza de 30% para las asignaciones familiares —que comprenden a la Asignación Universal por Hijo, entre otros—, incluyendo también la actualización de los rangos de ingresos que permiten el acceso de los asalariados a dicho beneficio. Cabe mencionar que se aprobó por ley la actualización automática semestral de las asignaciones familiares —con excepción de la asignación por maternidad— con vigencia a partir de marzo de 2016; su coeficiente de ajuste será calculado del mismo modo que el correspondiente a los haberes previsionales.

El gasto en capital productivo también seguirá contando con las diversas políticas de estímulo vigentes.



Fuente: BCRA



Cuadro 1.1
Nuevo Esquema de Tasas de Interés Mínimas - Vigente desde 27-Jul-15

Operaciones a Plazo Fijo	30 a 44 días	45 a 59 días	60 a 89 días	90 a 119 días	120 a 179 días	180 días o más
LEBAC de referencia (%)	25,9	25,9	25,9	26,4	26,4	26,4
Prazo de la LEBAC de referencia	90 días	90 días	90 días	120 días	120 días	120 días
Tasa de interés nueva (TNA)	23,6	24,1	25,1	25,6	25,9	26,2
Coeficiente respecto de LEBAC (%)	0,91	0,93	0,97	0,97	0,98	0,99

Fuente: BCRA

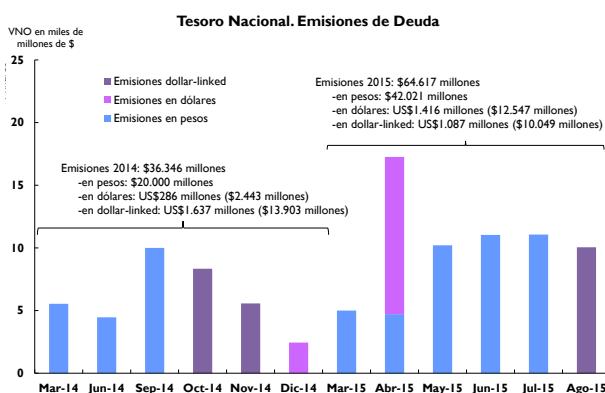
En este sentido, el BCRA continuó con sus acciones tendientes a estimular el crédito productivo, especialmente aquel destinado a financiar a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs). Extendió la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP) durante el segundo semestre de 2015, y en esta etapa: amplió su volumen de financiamiento a 7,5% de los depósitos en pesos del sector privado de las entidades financieras participantes (en los primeros años de esta línea este coeficiente era del 5% y en el primer tramo de este año se lo había elevado hasta 6,5%); disminuyó las tasas de interés de 19% a 18% nominal anual; y mantuvo el plazo mínimo de financiación en 36 meses. Entre los nuevos destinos permitidos se destacan: las financiaciones para la compra de maquinaria agrícola, vial e industrial; el crédito a micro-emprendedores y también a personas físicas para la adquisición de vivienda mediante la cesión en garantía de los derechos sobre fideicomisos para la construcción de esos inmuebles. Adicionalmente, se tomaron medidas crediticias para paliar los efectos de los damnificados por el temporal que afectó diversas zonas del país durante agosto último, permitiendo incluir en la LCIP las financiaciones otorgadas a personas afectadas por catástrofes causadas por factores climáticos, en zonas declaradas como emergencia por desastres naturales, tales como inundaciones, terremotos o sequías.

Las iniciativas dirigidas a fomentar el crédito al sector productivo, junto con aquellas destinadas a promover el crédito en condiciones más favorables para las familias, aportaron dinamismo a los préstamos, que aceleraron su ritmo de crecimiento interanual en el primer tramo del año. Así, el crédito en pesos al sector privado ascendió 30,1% i.a. en julio, acumulando un aumento de 9,8 p.p. en lo que va del año.

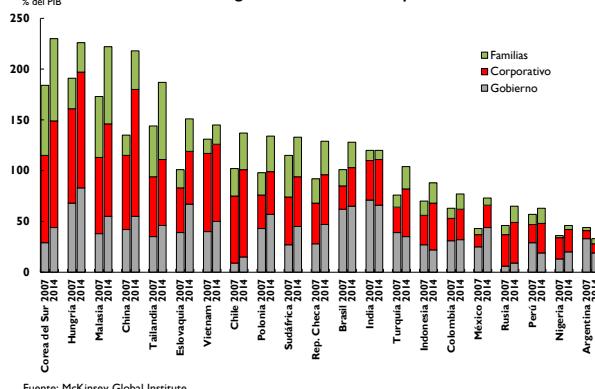
El sistema financiero fondeó esta expansión del crédito mayormente a partir del incremento de los depósitos en pesos del sector privado; se destacaron las colocaciones a plazo fijo, que aceleraron su ritmo de expansión interanual a 42% en julio. Sobre este desempeño influyó la fijación por parte del BCRA de tasas mínimas para ciertos depósitos a plazo buscando estimular al ahorro en pesos. A fines de julio de 2015 el BCRA amplió la cobertura de este esquema aumentando los montos contemplados hasta \$999.999 y abarcando tanto a aquellos realizados por las personas físicas como por las jurídicas. Adicionalmente, dispuso una suba de las tasas de interés mínimas y, con el propósito de beneficiar a los depósitos de plazo más largo, incorporó como tasa de referencia para las imposiciones superiores a 90 días la correspondiente a la LEBAC más próxima a 120 días.

El BCRA continuó con su régimen de flotación administrada del tipo de cambio que procura consolidar la estabilidad financiera necesaria para garantizar la competitividad de la economía argentina.

Gráfico 1.15



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

Gráfico 1.16
Economías Emergentes Seleccionadas. Apalancamiento

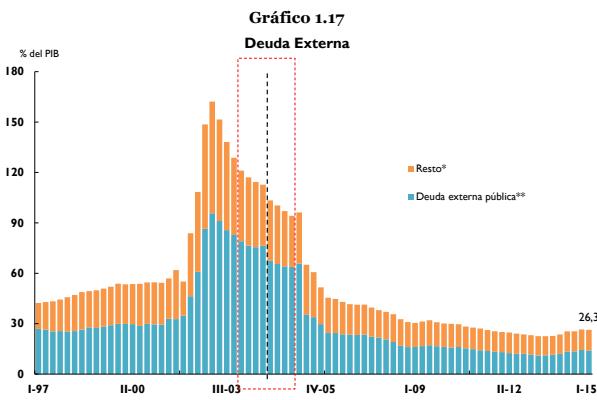
Fuente: McKinsey Global Institute

zar el resto de sus objetivos. En este marco, las reservas internacionales totalizaron US\$33.943 millones a fin de julio, acumulando un alza de US\$2.500 millones en lo que va del año. A lo largo de este período el Banco Central fue comprador neto en el mercado de cambios fruto del superávit comercial cambiario. También contribuyeron al incremento de las reservas internacionales la colocación de deuda pública nacional y provincial, y el uso de parte del acuerdo del swap de monedas con el Banco Central de la República Popular de China. El efecto de estos factores fue parcialmente contrarrestado por los pagos de deuda pública en moneda extranjera, entre los que se incluyen los pagos a acreedores oficiales, multilaterales y tenedores privados.

La estrategia de financiamiento público adoptada en el año mantiene acotados los pagos futuros que puedan afectar el nivel de reservas. Por un lado, además de apoyarse en el financiamiento otorgado por organismos públicos, el Tesoro Nacional ha cubierto sus necesidades a partir de fondos obtenidos con emisiones de deuda en el mercado de capitales. Hasta el momento se colocaron instrumentos por un valor nominal original cercano a \$64.000 millones, de los cuales el 65% corresponden a bonos en pesos a tasas variables, el 15,6% a bonos denominados en dólar pero operados en moneda local y el resto en dólares.

En cuanto a la regulación internacional en materia de deuda soberana, el comité *ad hoc* de Reestructuración de la Deuda Soberana de la Organización de las Naciones Unidas aprobó una serie de principios que serán tratados por la Asamblea General a principios de septiembre. Además, el parlamento belga aprobó una ley con el objetivo de limitar los derechos de acreedores que buscan ganancias ilegítimas (determinando que el monto máximo a exigir a un Estado es el precio pagado al momento de adquirirse los instrumentos de deuda).

Desde una óptica más amplia la baja exposición del sector público al endeudamiento interno y externo es complementada por un reducido apalancamiento de las familias y empresas. En efecto, con datos comparables a nivel internacional, el apalancamiento global de Argentina es cercano al 50% del PIB, de los cuales el endeudamiento externo —público más privado— contabilizó en torno al 26% del Producto al cierre del primer trimestre de 2015. Ello se constituye como una fortaleza muy importante en el corto plazo para sobrellevar la turbulencia financiera externa, así como una plataforma para financiar un crecimiento sostenible en el mediano y largo plazo.



2 Contexto Internacional

La economía mundial moderó su crecimiento a 2,6% en el segundo trimestre del año, en un marco de significativas asimetrías en las trayectorias de los principales países avanzados y emergentes. El deterioro de los pronósticos de expansión de las economías desarrolladas, la desaceleración adicional de las emergentes y diversos focos de preocupación (tales como la irresuelta crisis de Grecia, el desempeño de los activos financieros y las recientes modificaciones del régimen cambiario de China y la perspectiva de suba de las tasas de interés en los Estados Unidos), dieron lugar a una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales. En este contexto volvió a disminuir la previsión de crecimiento de los principales socios comerciales de Argentina, afectada principalmente por el deterioro de las expectativas para Brasil; al mismo tiempo, se mantiene el escenario de precios internacionales de las materias primas en niveles inferiores a los de años previos.

Entre las economías avanzadas, persistieron los desempeños económicos heterogéneos — particularmente para los Estados Unidos y el Reino Unido, por un lado, y la zona del euro y Japón, por el otro— así como las políticas adoptadas por sus autoridades. Si bien se prevé que antes de fin de año se inicie el ciclo alcista de las tasas de interés de referencia para la política monetaria de los Estados Unidos, esta proyección se ha ido retrasando en el tiempo. La disparidad macroeconómica entre regiones podría seguir contribuyendo a una mayor apreciación multilateral del dólar estadounidense.

Las economías emergentes, con la notable excepción de India, siguieron moderando su ritmo de expansión. Los países en desarrollo más afectados fueron nuevamente los exportadores de materias primas y aquellos más dependientes del ahorro externo. En este sentido, la abundancia generalizada de materias primas y la debilidad de la demanda mundial siguió imprimiendo un sesgo bajista sobre los precios internacionales de los *commodities*; en tanto, las condiciones de financiamiento externo se deterioraron y los menores ingresos de capitales a estas regiones contribuyeron a depreciaciones adicionales de sus monedas.

Para lo que resta de 2015, la economía argentina enfrenta un contexto externo caracterizado por una acotada expansión de sus principales socios comerciales y menores, pero aun relativamente elevados en términos históricos, precios de las materias primas (incidiendo favorablemente los actuales precios internacionales del petróleo crudo sobre los términos de intercambio).

Al cierre del presente informe se verificó una abrupta suba de la volatilidad en los mercados financieros internacionales —que se reflejó mayormente en correcciones de las valuaciones de los activos bursátiles a nivel global y de los *commodities* y fuertes variaciones en los mercados de monedas— asociada principalmente a la creciente preocupación sobre el desempeño económico en China y a la incertidumbre sobre el impacto sobre el futuro proceso de normalización de la política monetaria estadounidense.

Gráfico 2.1
PIB Real

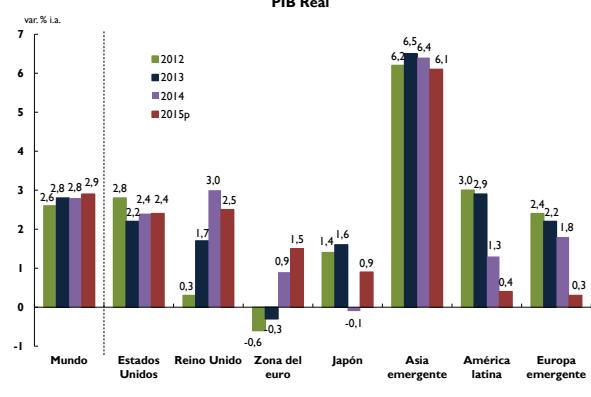


Gráfico 2.2
Evolución de las Estimaciones de Crecimiento para 2015

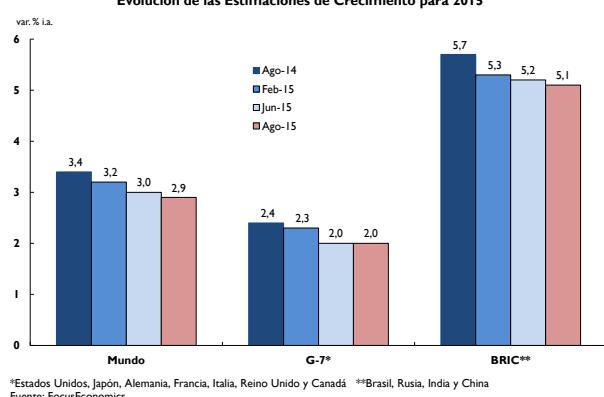
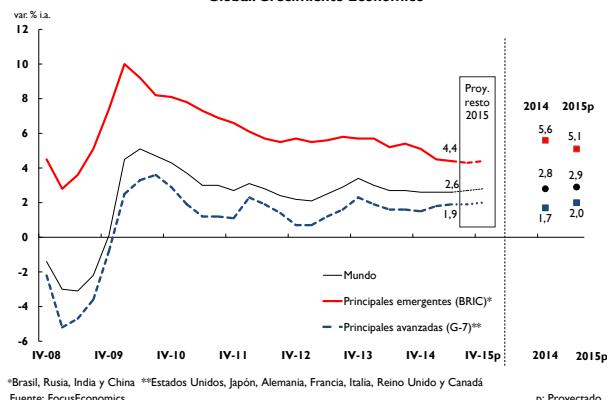


Gráfico 2.3
Global. Crecimiento Económico



2.1 Economía Global

Las condiciones y perspectivas del escenario internacional continuaron deteriorándose respecto al trimestre previo¹. La actividad mundial siguió registrando un moderado ritmo de crecimiento, al tiempo que se incrementó la volatilidad financiera internacional (ver gráfico 2.3).

Se mantuvo la trayectoria divergente entre las economías avanzadas y emergentes. El grupo de las principales regiones desarrolladas continuó recuperándose lentamente y con cierta heterogeneidad entre sus integrantes al mostrar un crecimiento próximo al 1,9% interanual (i.a.) en el segundo trimestre. Para lo que resta de 2015 se proyecta un ritmo de expansión moderado, en un escenario de elevada incertidumbre en relación a la situación de Grecia y a los recientes desarrollos en China. Las perspectivas de reactivación del canal del crédito, la política fiscal menos contractiva, los menores precios de la energía y la mejora de las expectativas de los agentes económicos en un contexto de fortalecimiento de los mercados de trabajo, podrían constituirse como factores que den impulso al crecimiento de la actividad.

De todas formas continúan prevaleciendo significativas asimetrías en las estrategias de política económica —destacándose las diferencias entre los Estados Unidos y el Reino Unido, por un lado, y la zona del euro y Japón, por el otro—; éstas podrían volver a afectar los flujos de capitales globales y las paridades cambiarias.

Las principales naciones en desarrollo, por su parte, mantuvieron un bajo ritmo de expansión entre abril y junio (en torno a 4,4% i.a.) —ante el acotado dinamismo del comercio exterior, los menores precios de las materias primas y las condiciones de financiamiento externo menos favorables²; a ello se suman aspectos idiosincráticos. Estos factores volvieron a reflejarse en significativas depreciaciones de sus monedas (ver sección 8).

Los volúmenes del comercio mundial evolucionaron conforme al comportamiento de la actividad económica global, sosteniendo un desempeño acotado, en el que siguió destacándose el menor dina-

Gráfico 2.4
Global. Volumenes del Comercio Mundial

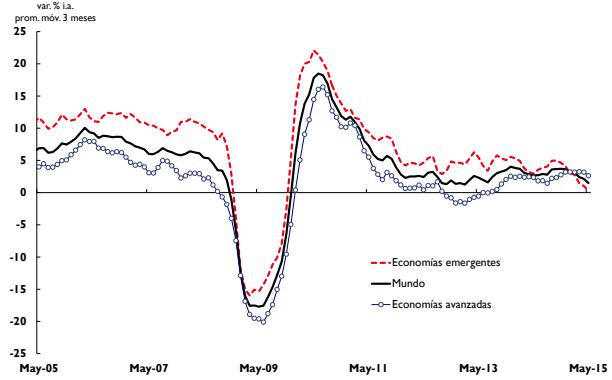
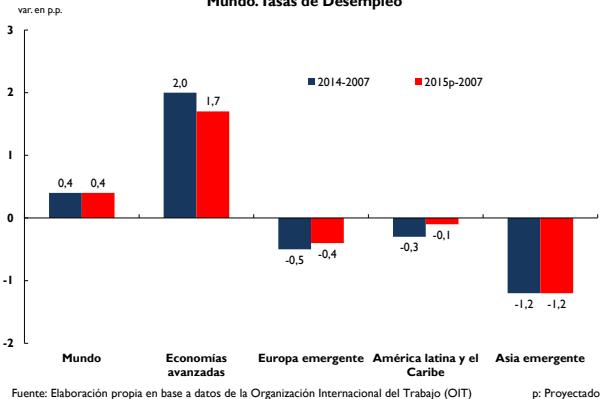
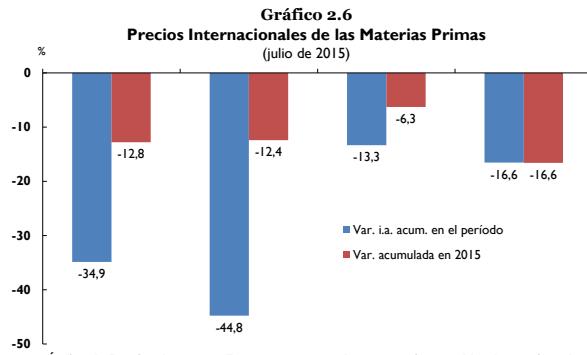


Gráfico 2.5
Mundo. Tasas de Desempleo

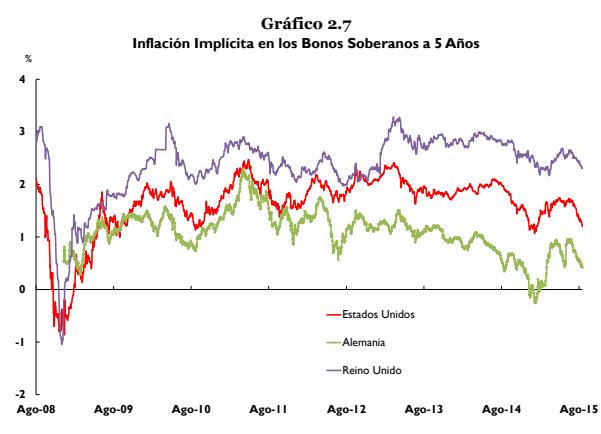


¹ Al cierre del presente informe se verificó una abrupta suba de la volatilidad en los mercados financieros internacionales —que se reflejó mayormente en correcciones de las valuaciones de los activos bursátiles a nivel global y de los *commodities* y fuertes variaciones en los mercados de monedas— asociada principalmente a la creciente preocupación sobre el desempeño económico en China y a la incertidumbre sobre el impacto sobre el futuro proceso de normalización de la política monetaria estadounidense.

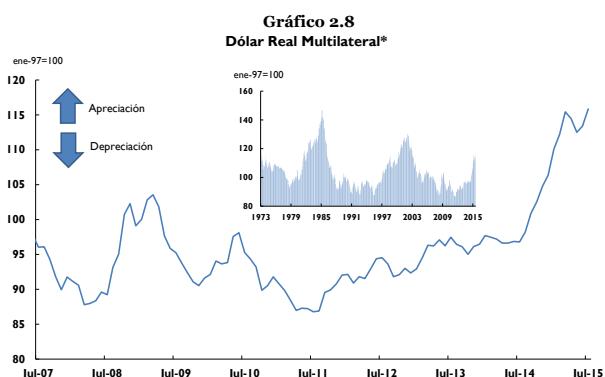
² De todas formas, las tasas de interés en las principales plazas financieras desarrolladas permanecen en niveles históricamente bajos.



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



Fuente: Bloomberg



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

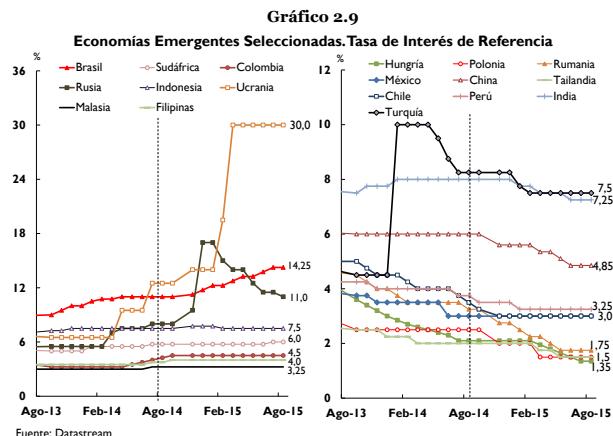
Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos

mismo de los países en desarrollo, que fue parcialmente compensado por el mejor desempeño de las economías avanzadas (ver gráfico 2.4).

En este marco, volvieron a revisarse a la baja las perspectivas de crecimiento para 2015 de los principales países avanzados y en desarrollo (ver gráfico 2.2). Considerando los pronósticos para el resto del año, el crecimiento global proyectado para 2015 ascendería a 2,9%, sólo 0,1 puntos porcentuales (p.p.) por encima del aumento del año previo. Si bien esta mejora marginal seguiría respondiendo al desempeño de las naciones avanzadas (ver gráfico 2.1), se prevé para el conjunto de estos países la persistencia de una elevada tasa de desempleo, que superaría en casi 2 p.p. a la registrada con anterioridad al inicio de la crisis financiera internacional (ver gráfico 2.5). Así, una vez más se estaría en presencia de la escasa creación de puestos de trabajo que caracterizó a la recuperación económica posterior a la crisis de 2008-2009 (ver apartado 1).

En lo que va de 2015 se destacó la merma de 13% de los precios internacionales de las materias primas (-35% i.a.; ver sección 7). En general, siguió prevaleciendo un contexto de abundante oferta de granos —con niveles récord de producción e inventarios—, en tanto que para las materias primas industriales se sumó una débil demanda global. También influyó a la baja de las cotizaciones la fuerte apreciación del dólar, al tiempo que las inversiones especulativas exacerbaron los movimientos. Así, entre enero y julio se verificaron descensos en las cotizaciones de los tres principales agrupados de materias primas. El índice de precios de la energía se contrae 12%, con una caída del 10% del precio del petróleo crudo —la cual se intensificó en agosto—. Por su parte, los metales y minerales y los productos agrícolas cayeron 17% y 6%, respectivamente, en igual período (ver gráfico 2.6).

Las condiciones económicas de los Estados Unidos continúan sugiriendo que la Reserva Federal (Fed) iniciaría el ciclo alcista de las tasas de interés de referencia hacia fines de 2015. También la autoridad monetaria de Inglaterra dio a entender que se acerca el momento de reducir el sesgo expansivo de la política monetaria, previéndose que se inicie la suba de tasas de interés desde principios de 2016. En contraste, se mantendrían las políticas extraordinarias de expansión monetaria en las economías de la zona del euro y en Japón. Estas decisiones se siguieron confirmando en un marco en el que per-

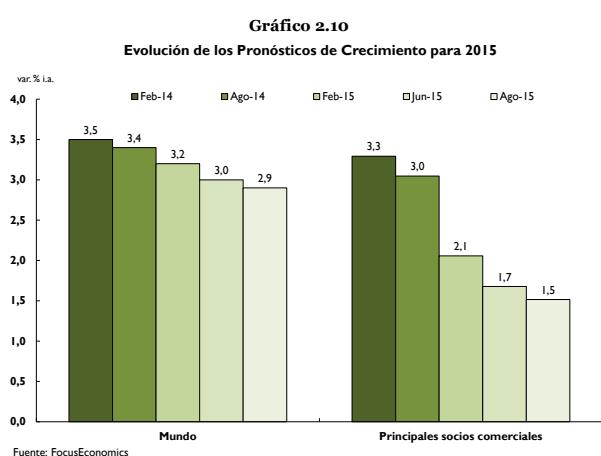


sisten riesgos deflacionarios sobre estas regiones (ver gráfico 2.7).

Las asimetrías globales en el desempeño económico y en el accionar de las autoridades seguirían contribuyendo a sostener un dólar relativamente apreciado en términos reales multilaterales (ver gráfico 2.8). De todas formas persisten dudas respecto de cómo evolucionará esta situación en el futuro, tanto en términos de su duración como de la intensidad, influyendo sobre los precios de los *commodities* y afectando los riesgos patrimoniales y financieros de ciertos deudores expuestos a esa moneda.

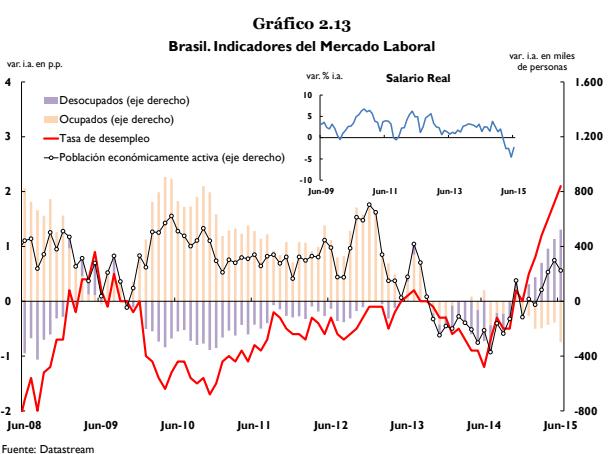
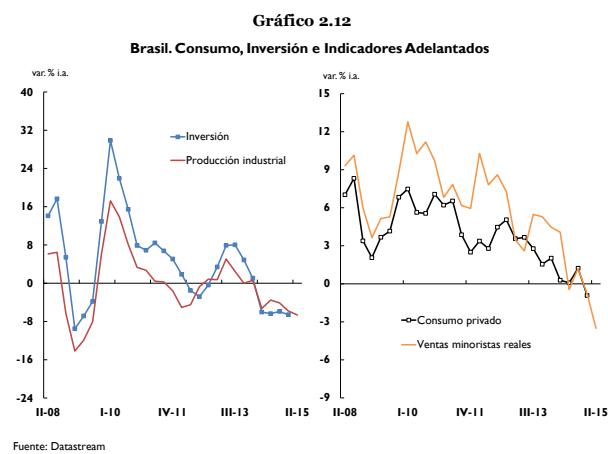
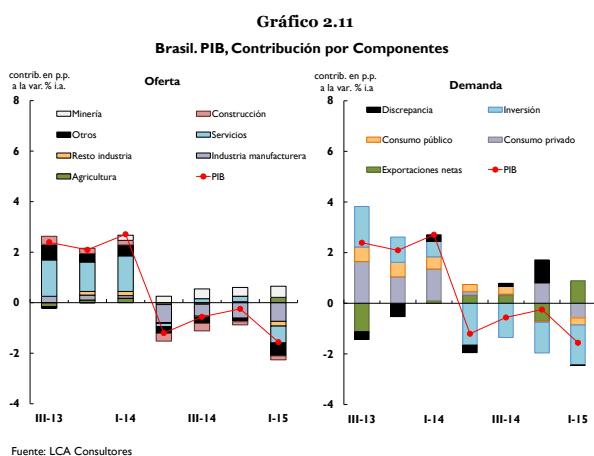
Resulta esperable que se mantenga cierta tensión en la zona del euro ante un complejo y largo proceso de negociaciones entre los organismos oficiales y las autoridades de Grecia (ver apartados 4 y 5). Además, tras los recientes eventos de volatilidad financiera en China —que se detallan más adelante en esta sección—, seguirán preocupando particularmente los riesgos sobre la estabilidad financiera internacional asociados a los elevados precios en términos históricos de ciertos activos financieros —tras un largo período de amplia liquidez mundial—, los cuales podrían ser objeto de reducciones súbitas y conducir a reversiones en los flujos de capitales que se destinan a los países emergentes.

Por su parte, la desaceleración adicional de economías de gran tamaño —especialmente de China, Brasil y Rusia— contribuiría a un menor ritmo de expansión global. Si bien la moderación de la actividad económica fue generalizada entre las principales naciones en desarrollo —con la notable excepción de India—, se mantuvo la heterogeneidad de desempeños y de respuestas de política económica entre estos países. La continuidad del ciclo alcista de subas de la tasa de interés de referencia de política monetaria en Brasil y la reciente suba en Sudáfrica contrastó con algunos casos en los que se continuaron limitando los sesgos contractivos (como en India y Rusia) y con las medidas expansivas observadas en la mayoría de las restantes economías en desarrollo (ver gráfico 2.9).



2.2 Principales Socios Comerciales

Los pronósticos de expansión para 2015 de los socios comerciales de Argentina mostraron un constante deterioro desde fines del año pasado. Así, en conjunto volverían a presentar un crecimiento inferior al promedio global (ver gráfico 2.10).



Brasil

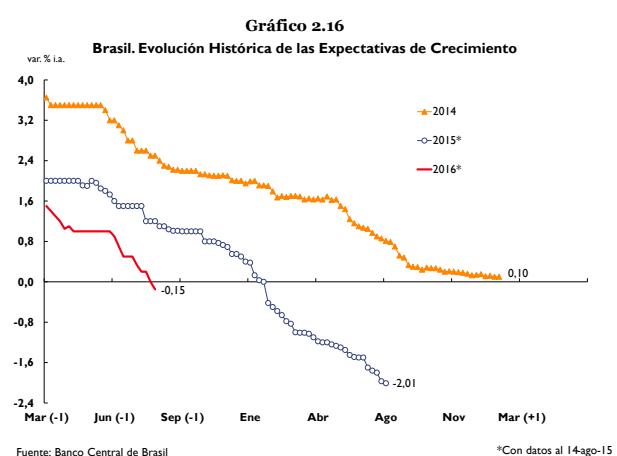
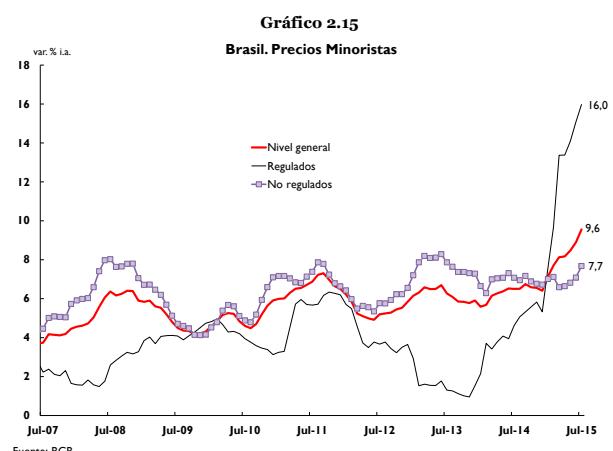
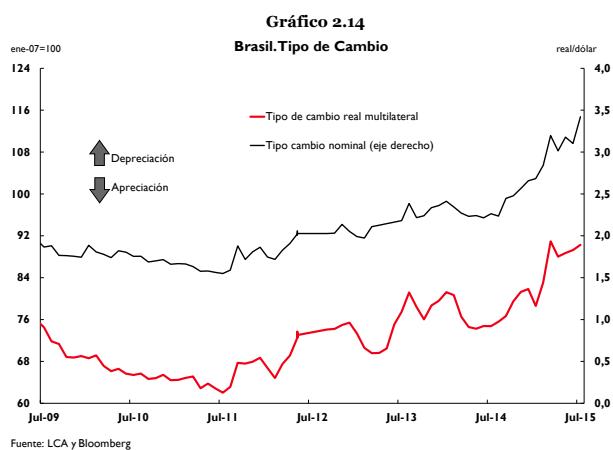
En el primer trimestre del año el nivel de actividad de Brasil cayó 1,6% i.a., debido fundamentalmente al aporte negativo del gasto privado, mientras que la contribución de las exportaciones netas atenuó la contracción. Desde el lado de la oferta, se destacó la tendencia desfavorable del sector productor de servicios, en tanto que sólo la minería y, en menor medida, la agricultura tuvieron desempeños positivos (ver gráfico 2.11).

Cabe señalar que en el segundo trimestre del año, el indicador líder de actividad IBC-BR cayó 1,9% trimestral s.e., anticipando que Brasil ingresó en un escenario de recesión técnica tras acumular dos caídas trimestrales consecutivas. Esta tendencia se vio reflejada en la trayectoria desfavorable de los indicadores parciales de actividad (ver gráfico 2.12).

El gasto de las familias se habría visto afectado por el rápido deterioro de la tasa de desempleo en los últimos meses. Si bien se mantuvo en niveles bajos en su comparación histórica (6,9% en junio), en términos interanuales la desocupación se incrementó 2,1 p.p. a partir de la destrucción neta de puestos de trabajo ante una oferta laboral en expansión (ver gráfico 2.13). También influyó en este sentido la nueva contracción de los salarios reales. Este escenario contribuyó a un menor endeudamiento de los hogares, lo que también incidió negativamente en la demanda de las familias. En tanto, las medidas destinadas a recomponer el resultado fiscal también sugieren un escenario desfavorable, tanto para el consumo privado como para el público.

Asimismo, la persistencia de tensiones políticas siguió afectando la confianza de los empresarios y, junto con perspectivas desfavorables acerca de la futura demanda interna y externa, a la inversión. Cabe señalar que la caída en el gasto interno siguió influenciada por los altos costos de financiamiento. En el caso de las corporaciones, las condiciones de financiamiento externo se han deteriorado en relación a los últimos años, en un contexto donde las perspectivas de depreciación contrarrestan el incentivo al ingreso de capitales por mayores tasas de interés domésticas, al que se le sumaría el futuro aumento de la tasa de interés de la Fed.

Por su parte, los menores precios internacionales de los *commodities* también tuvieron una inciden-



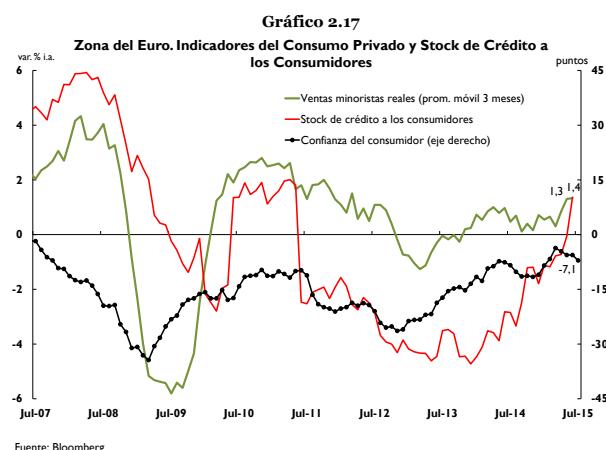
cia significativa sobre la evolución de la actividad económica, sobre todo si se considera que aproximadamente el 59% de las exportaciones brasileñas se asocian a estos productos.

El resultado comercial se mantuvo equilibrado a partir de una disminución conjunta de los valores de las exportaciones y de las importaciones. Las ventas externas cayeron 15,0% i.a. en el acumulado de los últimos doce meses a julio —en un marco de bajos precios de las materias primas agrícolas y de las del sector minero, en particular del mineral de hierro, y una débil demanda externa—. En tanto, en un contexto en el cual la moneda local se depreció en torno al 50% en términos interanuales, las importaciones se redujeron 13,3% i.a. en el acumulado de los últimos doce meses (ver gráfico 2.14). El saldo deficitario de la cuenta corriente se mantuvo relativamente estable, en torno a 4,4% del Producto en el acumulado de los últimos doce meses a junio de 2015. Por su parte, los ingresos netos de la cuenta capital y financiera siguieron actuando como contrapartida del sistemático déficit de la cuenta corriente de la economía —el cual explica la posición de inversión internacional deudora por el equivalente a casi 30% del PIB que mantiene Brasil—. Cabe señalar que desde 2011 la inversión extranjera ha tendido a caer y se ha concentrado en sectores que no son generadores de divisas.

La inflación minorista se ubicó en 9,6% i.a. en julio, por encima del límite superior del rango establecido por el Banco Central de Brasil (BCB; 4,5% ± 2 p.p.) y alcanzó su ritmo de expansión interanual más alto desde diciembre de 2003. Sobre esta trayectoria siguieron pesando las subas impositivas y los ajustes tarifarios que se realizaron en el sector de la energía y el transporte (ver gráfico 2.15).

En este marco, y a pesar del continuo deterioro de la actividad económica, la autoridad monetaria elevó por séptima vez consecutiva en doce meses su objetivo de tasa de interés de referencia del Sistema Especial de Liquidación y Custodia (SELIC) hasta 14,25% —su valor más alto desde julio de 2006—. Cabe señalar que los principales analistas del mercado prevén que la tasa de referencia se mantenga en el nivel actual, proyectándose el primer ajuste a la baja recién a partir de abril de 2016.

El ciclo alcista de la tasa de interés de referencia que viene operando en Brasil desde el segundo trimestre de 2013 se reflejó en una nueva alza de la tasa de mercado. Esta suba cobra especial relevan-



cia tras la fuerte alza del stock de crédito del sistema financiero brasileño, el cual comenzó a estabilizarse recién desde fines de 2014 en torno a 55% del PIB. Si bien los niveles de morosidad se mantienen relativamente bajos, dada la significativa relación de endeudamiento de los sectores respecto del Producto, las mayores tasas de interés en ausencia de reactivación de la economía podrían deteriorar las condiciones de estabilidad financiera.

Las perspectivas para el resto de 2015 continúan condicionadas por el conjunto de políticas económicas (monetaria, financiera y fiscal) más restrictivas. Asimismo, persisten los riesgos asociados al significativo déficit externo —con expectativas de que continúen los bajos valores de las materias primas—, en un marco de incertidumbre en los principales mercados financieros internacionales que podría redundar en condiciones menos favorables para el acceso al crédito o en renovadas presiones sobre la cotización de la moneda local.

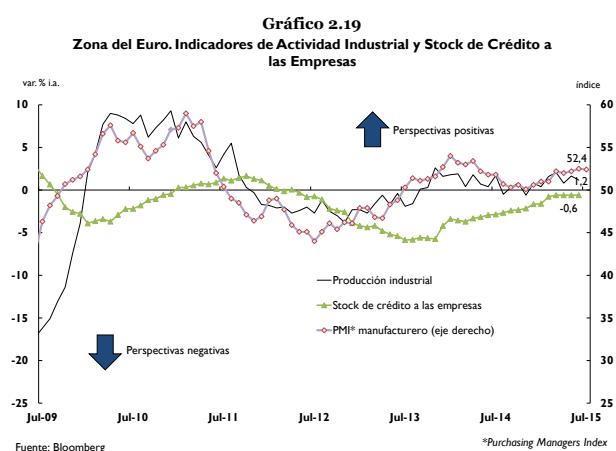
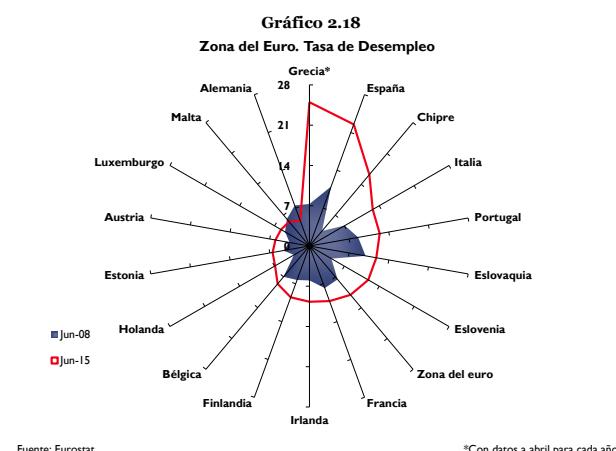
El deterioro de las perspectivas de los analistas para 2015 fue capturado en la continua reducción de las proyecciones de crecimiento para 2015 y 2016 (ver gráfico 2.16).

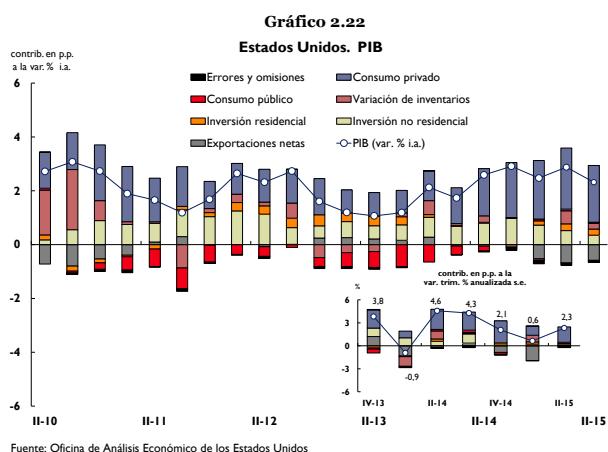
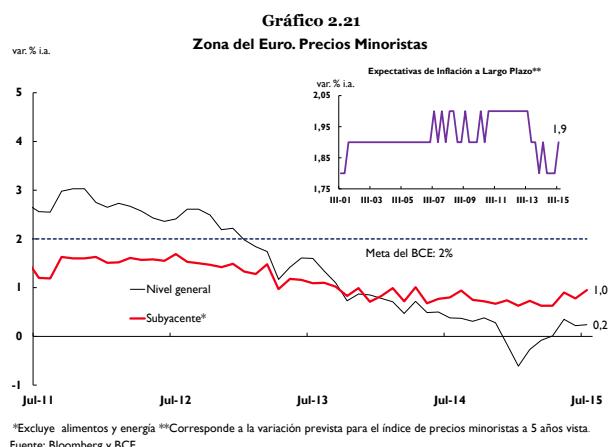
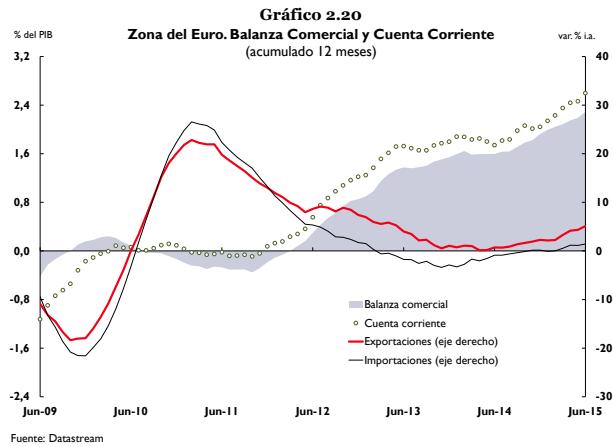
Zona del euro

Tras exhibir un crecimiento acotado del nivel de actividad durante los primeros meses del año, en el segundo trimestre la zona del euro consolidó su recuperación al expandirse 1,2% i.a. Se siguió observando una significativa heterogeneidad en los desempeños de los países miembros de la unión monetaria, destacándose el caso de Grecia. Dicho país muestra un significativo deterioro macroeconómico que podría profundizarse de no mediar una solución que le permita afrontar los pagos por los servicios de deuda en los próximos años sin, con ello, comprometer el crecimiento y el empleo. Este resultado podría no ser alcanzado según algunos analistas sin una quita en el capital de la deuda pública dado el elevado nivel de endeudamiento (ver apartados 4 y 5).

Si bien aún no se dispone de datos desagregados del nivel de actividad, los indicadores parciales sugieren un desempeño más favorable del consumo privado y de la producción industrial.

Las ventas minoristas reales aumentaron su ritmo de expansión hasta 1,4% en el promedio móvil de los últimos tres meses a julio, sosteniéndose entre





las mayores alzas desde el período previo a la crisis financiera internacional de 2007/2008 (ver gráfico 2.17). De todas formas, el mantenimiento de elevadas tasas de desempleo —con una marcada heterogeneidad entre los países que conforman el área— seguirá mitigando la expansión del gasto de los consumidores. La tasa de desocupación se ubicó en junio en 11,1%, reduciéndose 0,5 p.p. respecto de igual período del año previo. Grecia y España siguen siendo los países con mayores niveles de desempleo, con tasas de 25,6% y 22,5%, respectivamente (ver gráfico 2.18).

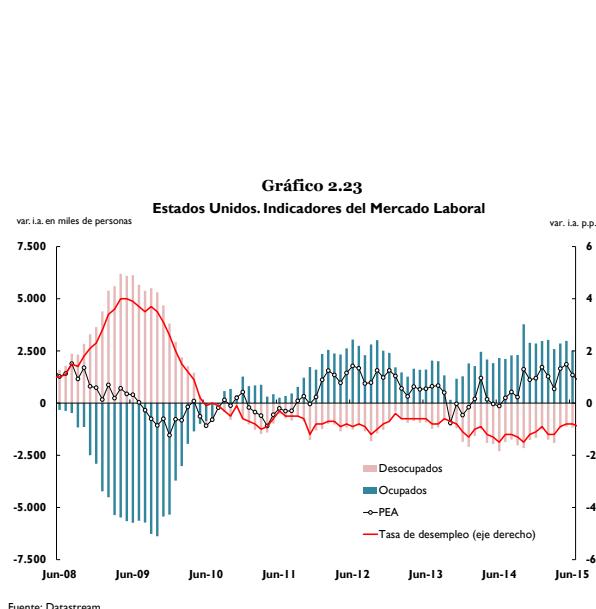
El aporte del consumo público a la expansión del PIB habría seguido siendo modesto, a partir de la continuidad de medidas de ajuste fiscal. En tanto, la expansión de la inversión también continuó condicionada por la evolución desfavorable del crédito a las empresas, aunque con menores tasas interanuales de contracción (-0,6% i.a. en junio).

Desde la perspectiva de la oferta, la producción industrial creció 1,2% i.a. en junio, exhibiendo una expansión superior a la de los años previos. En tanto, el *Purchasing Managers Index* (PMI) manufacturero —que mide las perspectivas de los gerentes de compras sobre el sector— alcanzó la lectura más elevada en el último año, por lo cual se espera que el sector sostenga cierta tendencia positiva (ver gráfico 2.19).

En relación al intercambio comercial, el valor de las exportaciones siguió creciendo a un ritmo superior al de las compras externas en un marco de menores precios de importación de combustibles y de debilidad del euro frente al dólar. Esta trayectoria permitió que los superávits comercial y de cuenta corriente continuaran aumentando y alcanzaran 2,2% y 2,4% del PIB en el acumulado de los últimos doce meses a mayo, respectivamente (ver gráfico 2.20). Cabe señalar que se verifica una elevada disparidad entre los balances corrientes de los países del bloque, destacándose que la mayor parte de este resultado positivo se concentra en el saldo superavitario de Alemania.

Los precios internos crecieron en los últimos meses, aunque con variaciones muy acotadas, y se observó cierto repunte en las expectativas de inflación de largo plazo (ver gráfico 2.21).

El BCE mantuvo el sesgo expansivo de su política monetaria y su programa de compras de activos no convencional, enfatizando nuevamente su duración



hasta al menos septiembre de 2016 o hasta que la inflación se encamine hacia una trayectoria en línea con el objetivo de aumento de los precios minoristas de 2% que tiene la autoridad monetaria.

Se espera que la zona del euro crezca 1,5% en 2015, con países como Alemania y Francia con expansiones previstas en 1,8% y 1,1%, respectivamente, mientras que Grecia volvería a contraerse, esta vez en 1,2%.

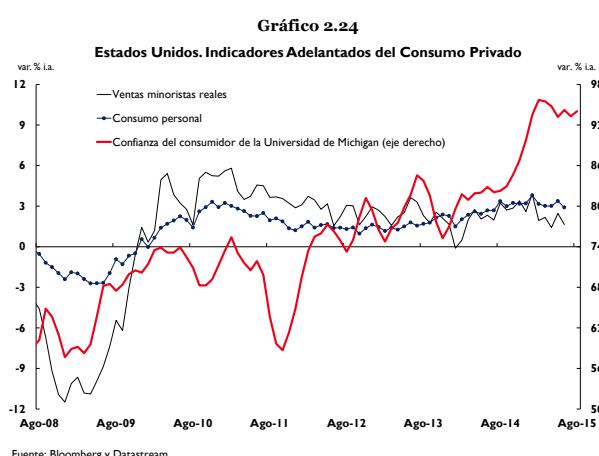
Estados Unidos

En el segundo trimestre el Producto de los Estados Unidos volvió a recuperarse y se expandió 0,6% s.e. –2,3% anualizado—, sobre la base del consumo privado, sosteniendo un ritmo moderado e inferior a lo previsto (ver gráfico 2.22).

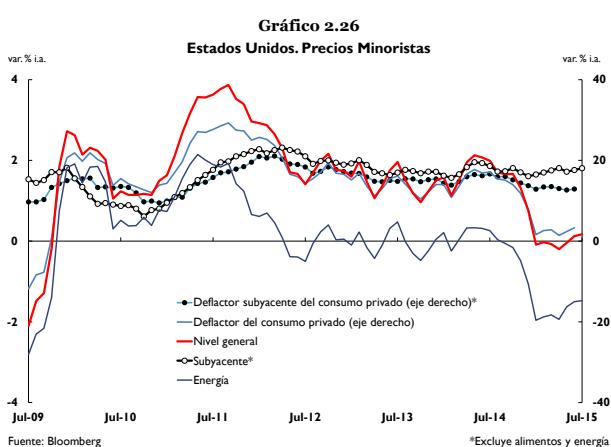
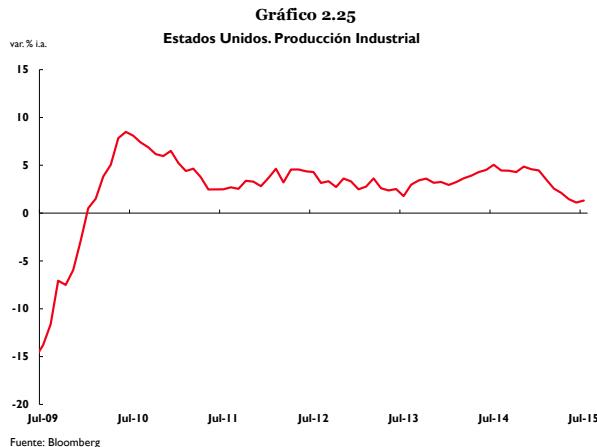
Los indicadores adelantados de demanda sugieren que el dinamismo de la actividad económica se mantendría estable, mientras que los de oferta plantean una mayor cautela. Las condiciones en el mercado laboral siguieron mejorando, a un ritmo más gradual que el año anterior. En junio, el desempleo se redujo levemente hasta 5,3% de la Población Económicamente Activa (PEA), el valor más bajo desde abril de 2008 y en línea con el rango de proyección de la Fed para fines de 2015 (5,2 - 5,3%; ver gráfico 2.23). Respecto al empleo del sector no agrícola, ya van quince meses con una creación mayor a los 200.000 puestos³. Sin embargo, aún persisten algunos indicadores —como el modesto crecimiento de los salarios y la menor tasa de actividad— que, a juicio del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de la Fed, aún no son consistentes con el máximo empleo.

Las mejores condiciones laborales, el desempeño del crédito y los relativamente bajos precios de la energía continuaron favoreciendo al consumo privado en el segundo trimestre. En efecto, en junio las ventas minoristas reales se expandieron 1,6% i.a. (ver gráfico 2.24).

En tanto, por el lado de la oferta, en julio la producción industrial mantuvo un menor dinamismo en relación a los meses previos, aunque verificó una ligera aceleración en el margen—influida en parte por la menor competitividad externa de las exportaciones y por la merma en la actividad de perfora-



³ La Fed había mencionado que un indicador de fortaleza de dicho mercado sería una creación de empleo igual o mayor a 200.000 puestos de trabajo por al menos seis meses.



ción en el sector hidrocarburífero asociado al menor precio internacional del crudo— (ver gráfico 2.25). Estos factores también estarían afectando al desempeño de la inversión no residencial que se destacó por su importante crecimiento a lo largo del último año.

En cuanto a la demanda externa, el bajo dinamismo económico de los principales socios comerciales y el fortalecimiento real del dólar determinaron un sostenido aporte negativo al PIB de las exportaciones netas. En valores nominales, en cambio, la caída del precio del crudo sostuvo el déficit comercial en torno al 3% del Producto. Tanto las importaciones como las exportaciones exhibieron una desaceleración en su ritmo de expansión en los últimos meses.

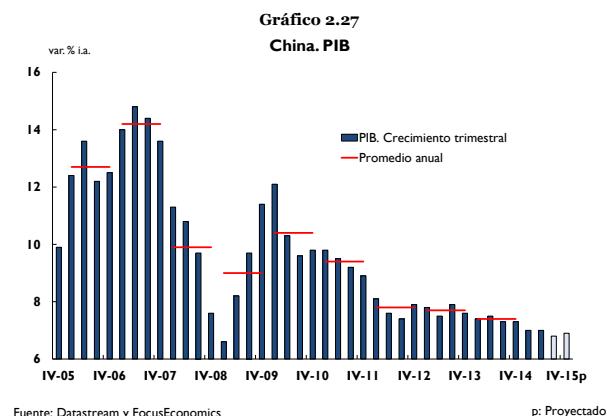
Por su parte, la abrupta caída interanual en la cotización internacional de la energía y los menores precios de los bienes importados en un contexto de apreciación nominal multilateral de la moneda local (12,5% i.a.), llevaron a la inflación minorista a valores prácticamente neutros, manteniéndola por debajo del objetivo de largo plazo del 2% anual establecido por la Fed. No obstante, el FOMC estima que a medida que la influencia de estos factores de carácter transitorio se disipen, la inflación se moverá gradualmente hacia el objetivo inflacionario de mediano plazo de 2%, en línea con lo que marcan los índices subyacentes (ver gráfico 2.26).

En relación con la política monetaria, si bien las expectativas se fueron retrasando, continúa esperándose un inicio del ciclo alcista de las tasas de interés de referencia en lo que resta del año. En su última reunión de fines de julio, la Fed destacó la mejoría en los mercados laboral e inmobiliario residencial, lo que no permite a los analistas descartar que la suba de la tasa de interés de referencia sea en septiembre.

Para 2015 se prevé un crecimiento económico de 2,4%, 0,6 p.p. por debajo de lo estimado a principios de año, aunque se mantiene como una de las expansiones más elevadas entre los países avanzados.

China

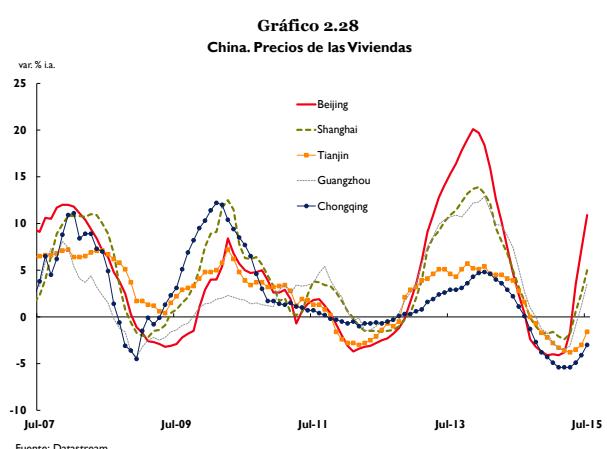
En el segundo trimestre del año la actividad económica de China creció 7,0% i.a., manteniendo una tasa de expansión menor a la de los últimos años.



Si bien no se dispone de datos desagregados por componentes del PIB, los indicadores parciales sugieren que entre abril y mayo hubo un mayor dinamismo del consumo. En julio, las ventas minoristas reales crecieron 12,5% i.a. en el promedio móvil de los últimos tres meses, alcanzando la mayor expansión desde junio del año previo (ver gráfico 2.27).

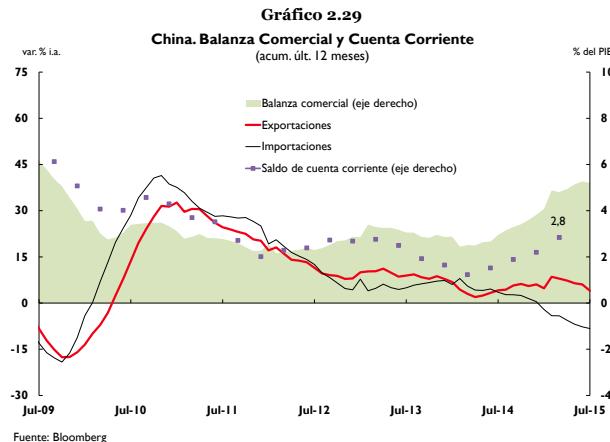
El crecimiento de la inversión (componente que representa aproximadamente la mitad del PIB) siguió desacelerándose, aunque recientemente las autoridades relajaron las condiciones de acceso al crédito para los gobiernos subnacionales, lo que impactaría positivamente sobre la inversión de empresas de propiedad estatal a partir de un mayor gasto en infraestructura.

Desde la perspectiva de la oferta, el aumento de la producción industrial se aceleró en los últimos meses, aunque todavía con un dinamismo inferior en relación a los años previos. La construcción siguió exhibiendo un magro desempeño, a pesar de que se flexibilizaron las condiciones de acceso a los créditos hipotecarios. Sin embargo, podría observarse cierta mejora en el corto plazo, en la medida en que los precios de las viviendas comenzaron a recortar sus tasas de caída, e incluso en ciertos casos (como en Shanghai y Beijing) evidenciaron aumentos (ver gráfico 2.28).



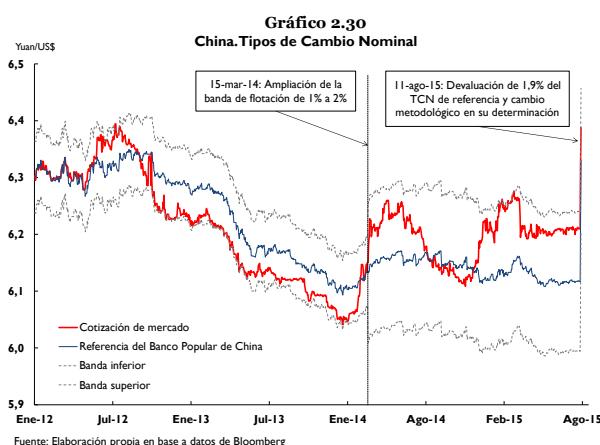
Cabe señalar que la nueva caída interanual del financiamiento social total respecto al PIB —que incluyen los préstamos, los bonos y otros instrumentos no tradicionales— sugiere que las condiciones de acceso al crédito siguen restringiéndose. Esto estaría contribuyendo a acotar la fragilidad financiera de una economía que presenta elevados niveles de endeudamiento interno y que registró recientemente una elevada volatilidad en los mercados financieros; no obstante aún no se ha evidenciado impacto significativo de las condiciones crediticias sobre la actividad real (ver sección 8).

En lo que respecta al comercio exterior, en el acumulado de los últimos doce meses a julio de 2015 el valor de las exportaciones mostró un menor ritmo de crecimiento (4,0% i.a.). Por su parte, el valor de las compras externas cayó 8,3% i.a. en el mismo período, favorecido por los bajos precios internacionales de las materias primas. Así, pese a que el tipo de cambio real se mantuvo apreciado, el saldo comercial siguió aumentando y representó 5,2% del PIB en los últimos doce meses, 2,3 p.p. por encima



del ratio verificado en igual período del año previo (ver gráfico 2.29).

Cabe mencionar que el 11 de agosto pasado el Banco Popular de China devaluó 1,9% su moneda frente al dólar norteamericano —según el tipo de cambio de referencia— y modificó el mecanismo de determinación de dicha paridad, que pasaría a fijarse en función del cierre del mercado spot del día previo, de factores de demanda y oferta en el mercado de cambios y del movimiento del tipo de cambio de las principales monedas (ver gráfico 2.30). Las autoridades sostuvieron que, si bien el país mantiene un saldo comercial superavitario, las condiciones económicas y financieras internacionales son muy complejas, por lo que consideran un buen momento para modificar la cotización cambiaria a los efectos de hacerla más consistente con las necesidades de desarrollo de mercados externos. Si bien el ajuste en el tipo de cambio de referencia fue descripto por la autoridad monetaria china como un evento único, en los dos días siguientes la depreciación se ampliaba a 4,6%, lo que generó en el mercado incertidumbre acerca de cuánto dejaría depreciar el yuan la autoridad monetaria. Esta decisión se tomó en un contexto en el cual el FMI está llevando a cabo un proceso de revisión de la canasta de monedas de los Derechos Especiales de Giro (DEG). Al respecto, el organismo aclaró que si bien por un criterio de exportaciones el yuan debiera formar parte de esa canasta, por el momento no cumple con el criterio de ser una divisa de libre uso.

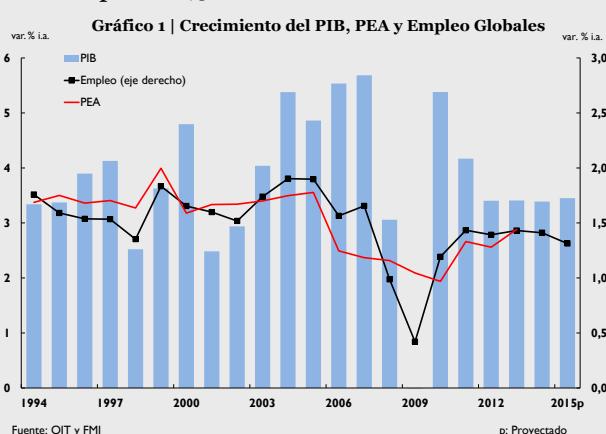


Por su parte, con el objetivo de estimular la actividad económica, en junio la autoridad monetaria decidió recortar sus tasas de interés de referencia para depósitos y préstamos por tercera vez consecutiva en seis meses, esta vez en 25 puntos básicos en ambos casos, hasta 2,0% y 4,85% —alcanzando un récord mínimo en cada caso—. También se decidió incrementar el margen de flexibilidad de las tasas de interés de depósitos desde 130% hasta 150%. Los analistas privados prevén nuevas medidas de estímulo monetario en los próximos meses para atenuar la desaceleración de la actividad económica, en un contexto de baja inflación. Asimismo, estas políticas fueron interpretadas como un avance por parte de las autoridades en la liberalización financiera.

Apartado 1 / Tendencias Mundiales de los Mercados de Trabajo Post Crisis Internacional

En los últimos años las relaciones laborales han sufrido profundas transformaciones vinculadas, por un lado, a procesos de largo plazo y, por otro, a las consecuencias de la crisis de 2008-2009. Los avances tecnológicos, los cambios culturales y las tendencias demográficas vienen modificando el mercado de trabajo desde hace al menos dos décadas. La crisis internacional de 2008-2009, conocida como Gran Recesión, y el proceso de recuperación que aún no ha terminado han alterado en forma notable la dinámica de la generación de empleo y de la productividad laboral. En ese marco, resulta interesante presentar en forma de síntesis cuáles son las principales tendencias del mercado de trabajo global, haciendo hincapié en los nuevos desafíos que esta realidad plantea para los gobiernos, tanto desde el punto de vista de la regulación como de las políticas públicas destinadas a focalizar el empleo como principal impulsor de la recuperación económica.

En 2014 el desempleo alcanzó a 201 millones de personas en todo el mundo, 22,6 millones más que al inicio de la crisis internacional en 2008, según la Organización Internacional del Trabajo (OIT)⁴. La creación de empleo a nivel global se mantuvo en un ritmo cercano al 1,4% anual desde 2010, tasa superior a la del período crítico de 2008-2009 (0,7% anual), pero inferior al 1,7% observado entre 2000 y 2007 (ver gráfico 1). En los países avanzados la generación de nueva ocupación fue incluso menor: pasó de 0,9% anual entre 2000 y 2007 a un promedio de apenas 0,5% desde 2010.



⁴ OIT (2015). *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).

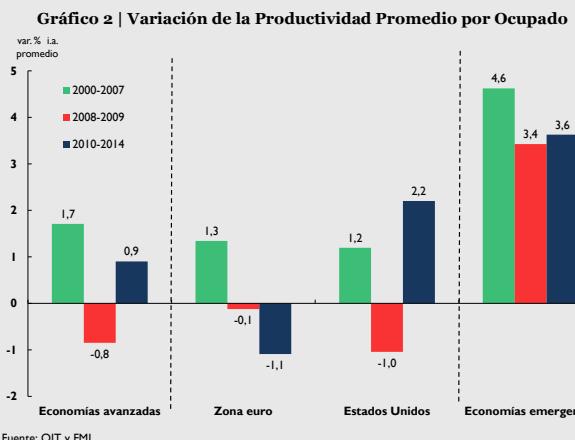
Si bien parte de la tendencia a la desaceleración en la tasa de crecimiento del empleo se relaciona con un fenómeno demográfico⁵, lo cierto es que la brecha de empleo se ubicó en 2014 en 61 millones de puestos de trabajo en todo el mundo. La OIT define dicha brecha como la cantidad de empleos adicionales a los observados que se hubieran generado a nivel global en la etapa post-crisis si se hubieran mantenido las tendencias de los ratios empleo/población del período 2000-2007. Cerca del 71% de ese total se debió al pobre desempeño del empleo en las economías avanzadas, en especial en la Unión Europea y en la región de Asia y Pacífico, que en conjunto reúnen a más de dos tercios de la fuerza laboral global. La intensidad en el uso de la mano de obra no habría incidido en la brecha, dado que, según el mencionado informe de la OIT, la misma no ha cambiado significativamente en los últimos años. La elasticidad-Producto de la ocupación total a escala mundial se ubicó en 0,36 entre 2010 y 2014, apenas 0,1 punto porcentual (p.p.) por encima del promedio observado entre 2003 y 2008.

La crisis de 2008 alteró la dinámica de la productividad. En el caso de las economías emergentes, la productividad del trabajo creció 4,6% por año en el período pre-crisis, tasa que se desaceleró hasta 3,4% entre 2008 y 2009 y subió ligeramente al 3,6% en el último quinquenio. Las economías avanzadas, en cambio, redujeron la tasa anual de crecimiento del Producto por ocupado a prácticamente la mitad: de 1,7% entre 2000 y 2007 a 0,9% en el período 2010-2014 (habiéndose sido -0,8% en los años intermedios de crisis). Sin embargo, este comportamiento no representa lo ocurrido en todas las regiones avanzadas. Mientras que en la zona del euro la productividad por obrero continuó en caída luego de 2009, básicamente como consecuencia del desempeño de la actividad, en Estados Unidos el aumento anual de la productividad superó en 1,0 p.p. al período pre-crisis, ubicándose en 2,2% (ver gráfico 2).

Un debate central que se plantea entonces es: ¿por qué el crecimiento económico reciente no ha sido suficiente para acelerar el ritmo de creación de empleo? Este interrogante coloca en el centro de la discusión tanto a los efectos del progreso tecnológico

⁵ Este fenómeno tiene que ver con la desaceleración en el crecimiento de la población económicamente activa debido al envejecimiento poblacional y al efecto desaliento que afecta en especial a las economías avanzadas, las más afectadas por la crisis. Para más detalles ver OIT (2015) *World employment and social outlook: Trends 2015 / International Labour Office* (Ginebra).

y de la globalización como al rol de las políticas públicas y las regulaciones laborales implementadas.



En relación al avance tecnológico, las tareas repetitivas y los procesos bien definidos, en general llevados a cabo por obreros no calificados, suelen ser más propensos a ser informatizados. La Universidad de Oxford publicó en 2013 un trabajo⁶ en que se analizó en detalle la probabilidad de automatización de 702 categorías laborales de la industria de los Estados Unidos, concluyendo que nada menos que el 47% de las mismas son susceptibles de ser robotizadas. Otras investigaciones en la misma línea advierten sobre el potencial aumento del desempleo debido al progreso tecnológico, tal como señalara John M. Keynes en 1933⁷.

Por otra parte, el abaratamiento relativo de los productos tecnológicos y su consecuente masificación aumentan la valoración de las tareas conocimiento-intensivas, tales como la reparación y la educación, que en general son servicios personalizados. Mientras que en la década del noventa la cantidad de empleados de baja calificación superaba en alrededor de 10% a los ocupados de alta calificación, en la actualidad esa relación se revirtió, siendo de 1,1 el ratio en favor de la mayor calificación (ver gráfico 3). El aumento del salario asociado al empleo calificado respecto al no calificado forma parte de la evidencia en este sentido, al señalizar una mayor demanda relativa de trabajadores especializados. Esta tendencia afecta, al menos en el corto plazo, regresivamente a la distribución del ingresos⁸.

⁶ Carl Benedikt Frey y Michael A. Osborne (Universidad de Oxford, 2013) *The future of employment: How susceptible are jobs to computerization?*

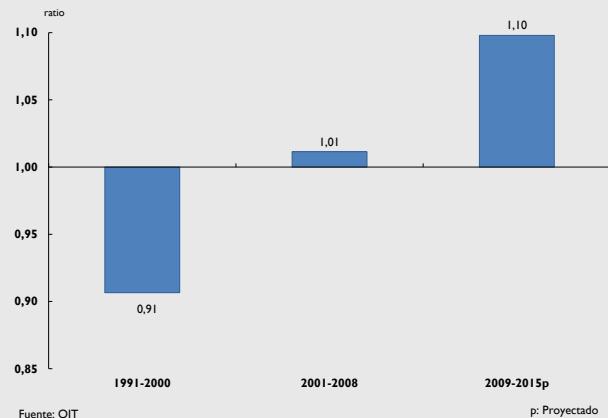
http://www.oxfordmartin.ox.ac.uk/downloads/academic/The_Future_of_Employment.pdf

⁷ Keynes, John Maynard (The Nation and Athenaeum, 1931) *Economic Possibilities for Our Grandchildrens*. Macmillan, pp 358-373

⁸ Entre los desarrollos académicos que muestran este fenómeno se destacan: Per Krusell, Lee E. Ohanian, José-Víctor Ríos-Rull and Giovanni L. Violante (2000) *Capital-Skill Complementarity*

El manejo de los recursos humanos también ha cambiado como consecuencia del avance tecnológico y el acceso masivo a la información. Una fracción cada vez mayor de la fuerza laboral mundial la constituyen los jóvenes nacidos entre 1980 y 1995 pertenecientes a la llamada generación del milenio o generación "Y", que poco a poco está cambiando las reglas del mercado. Esta generación valora la flexibilidad laboral, la vida personal y el tiempo libre por sobre las compensaciones económicas⁹. Estas nuevas características de la oferta laboral presentan un desafío para las organizaciones tradicionales.

Gráfico 3 | Empleados Calificados / No Calificados a Nivel Mundial



Otra consecuencia del progreso tecnológico con impacto en los mercados de trabajo tiene que ver con la posibilidad de contratar distintos tipos de servicios eludiéndose las reglas convencionales. Dichos empleos no pueden ser capturados en su totalidad por las estadísticas más usuales. Por ejemplo, existen sitios web que permiten la contratación directa de profesionales independientes de cualquier parte del mundo para la ejecución de tareas específicas, cuya retribución se realiza en forma virtual¹⁰; se han difundido los servicios de transporte al viajero por los que particulares utilizan sus propios autos para trasladar pasajeros que contactan mediante una aplicación en su teléfono celular¹¹; las plataformas

and Inequality: A Macroeconomic Analysis. *Econometrica* Vol. 68, No. 5, pp. 1029-1053 y Daron Acemoglu (2000) *Technical change, inequality and the labor market* NBER working paper 7800 (Cambridge).

⁹ Para más detalles ver: The Council of Economic Advisers (2014) *15 economic facts about Millennials* (Washington, DC).

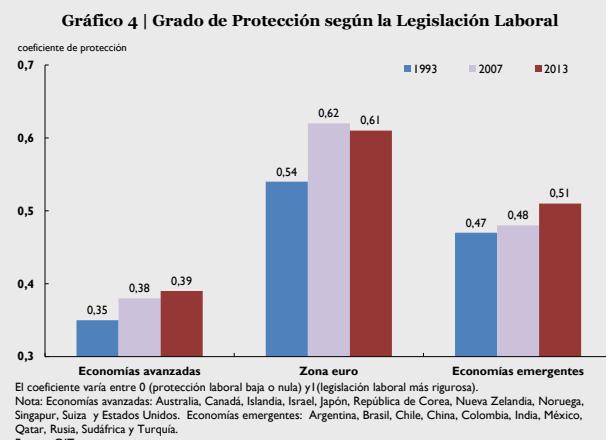
¹⁰ Por ejemplo, en el sitio Freelancer.com tiene actualmente más de 16 millones de usuarios registrados, siendo uno de los líderes mundiales de este segmento.

¹¹ Entre las firmas más conocidas se encuentran Uber, fundada en 2009 y presente en 42 países, Lyft que sólo opera en 60 ciudades de los Estados Unidos, Blablacar en España, etc. Los conductores pagan a estas firmas una comisión por los viajes que realizan y son tratados como trabajadores independientes y no como empleados, no están obligados a aportar a la seguridad social ni contar con licencias especiales como los taxistas.

mas digitales facilitan el contacto sin intermediarios entre consumidores y proveedores; etc.

En materia de regulación laboral, la crisis internacional de 2008 llevó a los gobiernos a tomar distintas iniciativas tendientes a adaptar las regulaciones vigentes en el mercado de trabajo. Dadas las divergencias en las condiciones iniciales y en el impacto que produjo la crisis entre los distintos países, la dirección, intensidad y el foco de las medidas adoptadas variaron sustancialmente entre ellos, diferenciándose claramente las naciones avanzadas —básicamente Europa— de las economías emergentes.

Mientras que en los países europeos, caracterizados por un elevado nivel histórico de protección laboral, se observó una tendencia a la desregulación del mercado de trabajo con la expectativa de estimular la creación de empleo, en las naciones emergentes se tendió a fortalecer los contratos laborales e intensificar la protección de los trabajadores, no sólo como medida de inclusión sino también para apuntalar los mercados internos en un contexto internacional fluctuante y menos dinámico¹² (ver gráfico 4). También en estos últimos años se han producido significativas mejoras en la legislación vinculada al cuentapropismo, el trabajo de tiempo parcial, los contratos de duración determinada y las contrataciones por agencias. Los cambios tendieron a garantizar el trato igualitario entre dichas formas de ocupación y las más tradicionales.



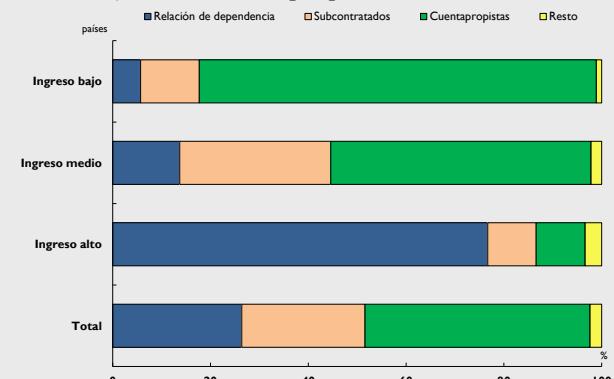
La evaluación de las medidas implementadas en los mercados de trabajo en 183 países analizados por la OIT, permite afirmar que aquellas tendientes a debi-

¹² Por ejemplo, en Argentina, Brasil y China se han desarrollado formas innovadoras de protección social que han contribuido a mejorar los ingresos de los grupos más vulnerables. Turquía adoptó un sistema de subsidios en 2004/2005, Chile lo hizo en 2008 y está dirigido mayormente a los trabajadores jóvenes y Sudáfrica comenzó a otorgar una transferencia similar en 2014. Para mayor detalle de las políticas de protección social ver apartado 3 del **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria** del BCRA correspondiente a julio de 2013.

litar la cobertura social de los trabajadores resultaron ineficaces para estimular la participación laboral y la generación de empleo, tanto en el corto como en el mediano plazo. En tanto, en varios países el fortalecimiento de la protección social produjo resultados alentadores en los mercados de trabajo, ratificándose la efectividad de las políticas específicas para cada modalidad de empleo implementadas en algunos países en desarrollo.

Como consecuencia de todos los procesos mencionados anteriormente, las formas tradicionales de empleo han perdido participación en la ocupación total. El trabajo de la OIT señala que menos del 30% de los asalariados a escala global tiene un empleo de tiempo completo en relación de dependencia (ver gráfico 5). La modalidad de empleo de tiempo parcial está mucho más difundida. En una muestra de 86 países que representan al 65% del empleo total, más del 17% cuenta con un empleo *part-time* de menos de 30 horas semanales, con mayor alcance entre las mujeres (24% del total). La generación de este tipo de puestos de trabajo superó a la de tiempo completo entre 2009 y 2013. En la Unión Europea en esos años se destruyeron cerca de 3,3 millones de empleos plenos mientras que se generaron 2,1 millones de subempleos. Sólo en Brasil, Rusia y los Estados Unidos predominó la creación de empleo pleno en ese período.

Gráfico 5 | Distribución del Empleo por Modalidad de Contratación



Dado que, en general, el trabajo permanente de tiempo completo está mejor remunerado que el resto de las modalidades, la masa salarial mundial se ha deteriorado a lo largo de los últimos años. La OIT estima una pérdida de demanda global por esta vía de US\$3,7 billones entre 2009 y 2014, equivalentes al 3,6% de la producción mundial. Ello implica que la participación de los asalariados en el ingreso total se redujo, lo cual jugó un rol importante en la ralentización de la demanda mundial y aumentó las inequidades sociales tras la crisis.

En resumen, los mercados laborales han cambiado sustancialmente. El paradigma de que los dueños del capital contratan trabajadores e imponen las reglas del mercado laboral está gradualmente siendo reemplazado por otro. En la actualidad, los trabajadores, con ayuda de la tecnología, pueden conseguir el capital que necesitan y trabajar con autonomía. En este marco, la desregulación de los mercados no garantizó la rápida recuperación del empleo tras un ciclo adverso, habiéndose observado una mayor efectividad de las políticas más focalizadas tendientes a proteger a los trabajadores. El problema de la débil recuperación del empleo a escala global debe ser encarado desde una perspectiva multifacética, con nuevas instituciones y políticas activas de empleo que requieren de una cooperación a nivel internacional.

3 Actividad Económica

La actividad económica se mantuvo en alza en el primer trimestre de 2015, con un crecimiento interanual (i.a.) de 1,1% y una suba de 0,2% en términos desestacionalizados. El avance del Producto Interno Bruto (PIB) en el período se debió a una contribución positiva tanto del consumo y la inversión interna como de las exportaciones netas.

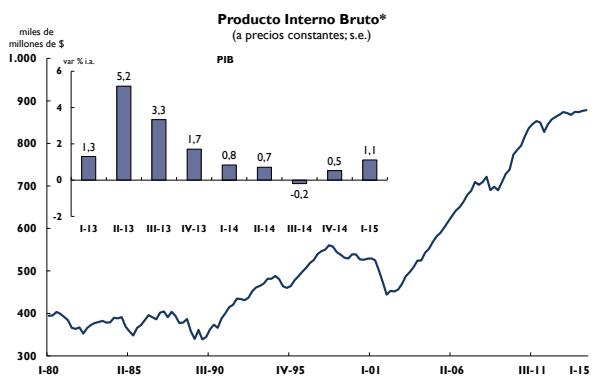
Dentro de los componentes de la demanda, la formación bruta de capital se elevó 0,5% i.a., revirtiendo la dinámica del año pasado, a partir del recorte en la caída en el gasto en equipo durable de producción (a -1,1% i.a.) y del aumento de la construcción (5,2% i.a.). También se incrementó el consumo privado (0,8% i.a.), con un aporte de 0,6 puntos porcentuales (p.p.) al avance del Producto, al tiempo que el consumo público se expandió 8% i.a. Las cantidades exportadas de bienes y servicios disminuyeron 1,4% i.a. y las importaciones cayeron 6,1% i.a., resultando en un aporte positivo de las exportaciones netas al PIB de 1,1 p.p.

Considerando la oferta, se observa que la producción de bienes creció 1,2% i.a. en el trimestre, favorecida principalmente por el incremento del sector agropecuario y de la construcción. La provisión de servicios se elevó 1,6% i.a., a partir de una recuperación de la actividad comercial y de las actividades inmobiliarias y empresariales, sumada al aumento en la intermediación financiera y en los servicios de hoteles y restaurantes.

Los indicadores parciales referentes al segundo trimestre del año señalan que continuó el desempeño positivo del consumo y de la inversión. Las cantidades exportadas de bienes mostraron una recuperación, a partir del incremento de los productos primarios. En tanto, si bien las importaciones exhibieron una baja, recortaron su caída, favorecidas por las mayores compras de bienes de capital, de bienes intermedios y de bienes de consumo.

El aumento de las remuneraciones, conjuntamente con un nivel relativamente estable de empleo, seguirá dando soporte al consumo de las familias, el que también se verá reforzado por la continuidad de las políticas de ingresos y los programas de financiamiento. En tanto, se prevé que la demanda externa se mantenga débil, afectada, entre otros factores, por el crecimiento moderado previsto para los socios comerciales.

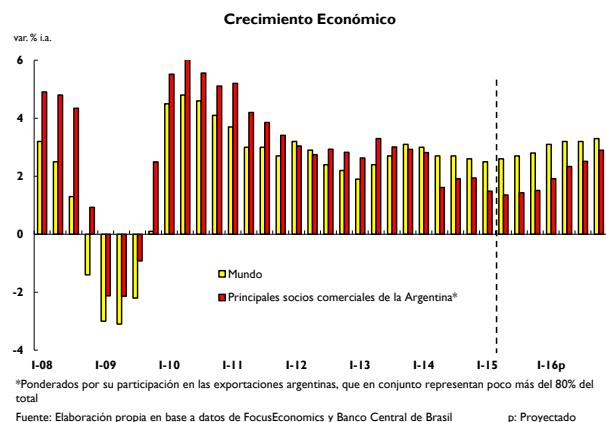
Gráfico 3.1



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

Fuente: INDEC y Orlando J. Ferreres

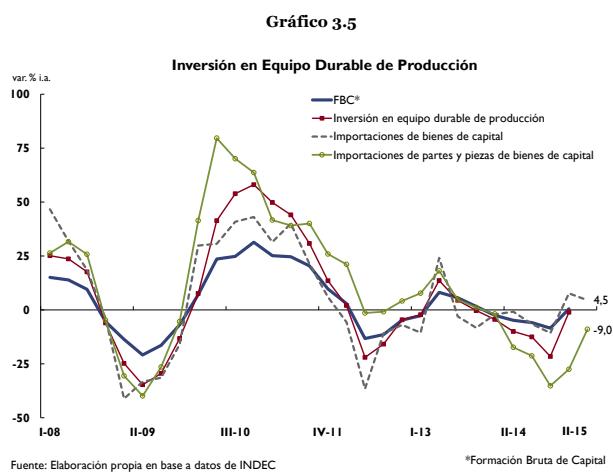
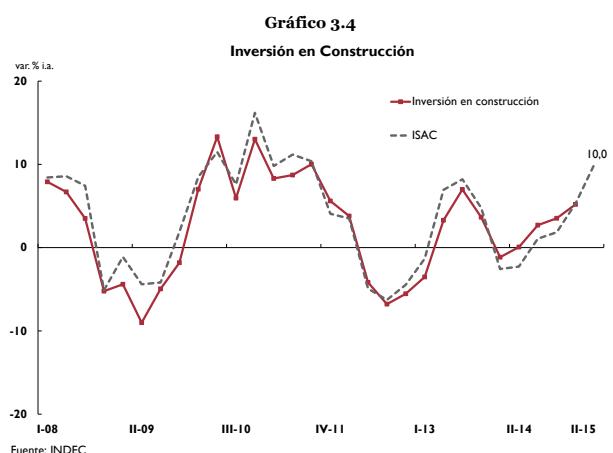
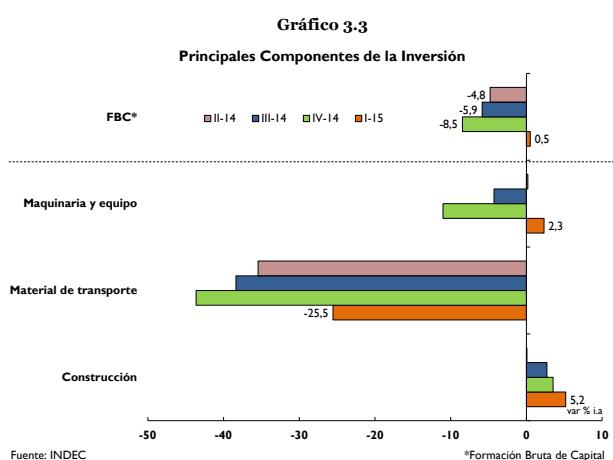
Gráfico 3.2



*Ponderados por su participación en las exportaciones argentinas, que en conjunto representan poco más del 80% del total.

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

p: Proyectado



3.1 Demanda

La actividad económica permaneció en alza en el inicio de 2015. De acuerdo al PIB se elevó 1,1% interanual (i.a.) en el primer trimestre del año y registró una suba de 0,2% en términos desestacionalizados (s.e.; ver gráfico 3.1). El incremento del Producto fue resultado de un aporte positivo del gasto interno –tanto del consumo como de la inversión– y de las exportaciones netas.

Los indicadores parciales adelantados del segundo trimestre dan señales favorables sobre la evolución de la demanda interna y de las exportaciones de productos primarios. Las importaciones disminuyeron a un menor ritmo, favorecidas por el aumento en las compras de bienes de capital, intermedios y de consumo.

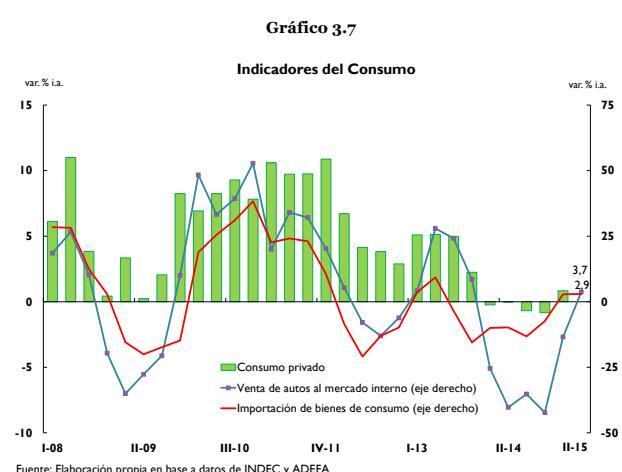
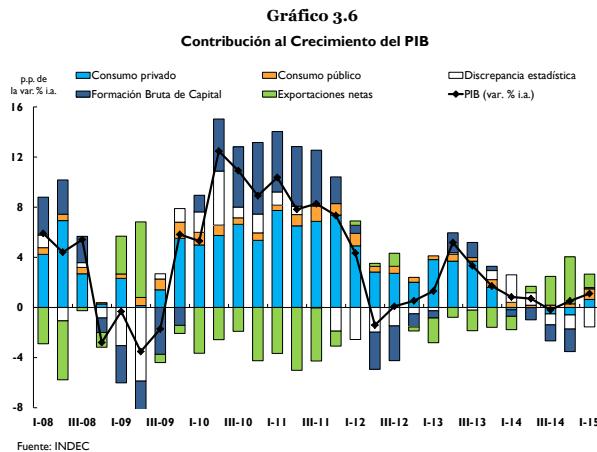
Inversión

La Formación Bruta de Capital (FBC) se elevó 0,5% i.a. en los primeros tres meses del año, revirtiendo la caída registrada en 2014 (ver gráfico 3.3). Como resultado, la inversión representó el 19,8 % del Producto, valor semejante a igual período del año pasado.

El avance de la FBC se vio favorecido por el alza en la construcción y el recorte en la caída de la inversión en equipo durable de producción. En particular, la inversión en construcción creció con más fuerza que en los tres trimestres previos (5,2% i.a.). De acuerdo al Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), el incremento sectorial fue generalizado a todos los tipos de obra (ver subsección construcción). Dentro del gasto en equipo durable de producción, se observó un recorte en la caída en el gasto en material de transporte (-25,5% i.a.), mientras que se elevó 2,3% i.a. la inversión en maquinaria y equipo, basado en la de origen importado.

Los indicadores parciales adelantados dan cuenta de un desempeño positivo de la FBC en el segundo trimestre. El ISAC señaló que la actividad de la construcción se expandió 10% i.a. (ver gráfico 3.4). Por su parte, las importaciones en cantidades de bienes de capital crecieron 4,5% i.a., mientras que las compras al exterior de piezas y accesorios para bienes de capital redujeron la baja hasta 9% i.a. (vs. -27,5% i.a. en el primer trimestre; ver gráfico 3.5).

El Banco Central continuó estimulando la oferta de crédito a la inversión, con énfasis en el financia-



miento productivo, de largo plazo y orientado a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs; ver sección 9). En este sentido, en el segundo tramo de 2015, se realizó una nueva ampliación de la Línea de Crédito a la Inversión Productiva (LCIP)¹³ que permite destinar fondos, entre otros, a las financiaciones para la compra de maquinaria agrícola, vial e industrial, el crédito a micro-emprendedores y también a personas físicas para la adquisición de vivienda. Más recientemente, para paliar los efectos de los damnificados por el temporal, se incorporaron también los préstamos otorgados a personas afectadas por catástrofes climáticas. Adicionalmente siguieron vigentes la disminución en la exigencia de efectivo mínimo y de encajes para las entidades que hayan acordado financiación a MiPyMEs y los incentivos para la utilización de los Certificados de Depósito para Inversión (CEDIN)¹⁴. En tanto, el Gobierno Nacional continuó con el Programa de Crédito Argentino (PROCREAR) destinado a la construcción y el Fondo para el Desarrollo Económico Argentino (FONDEAR)¹⁵.

Consumo

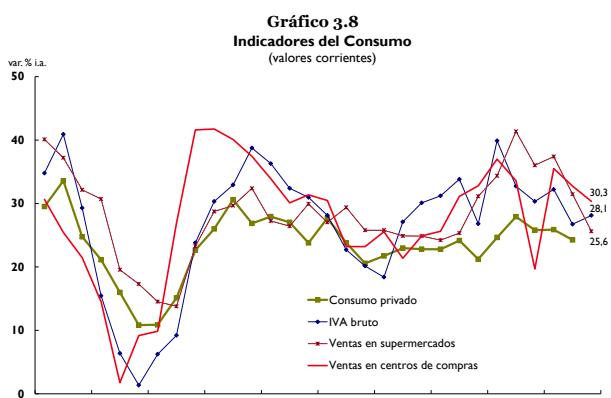
El consumo privado mostró una mejora durante 2015. Según los datos de Cuentas Nacionales se elevó 0,8% i.a. en el primer trimestre y, dada su elevada participación en el Producto, contribuyó con 0,6 puntos porcentuales (p.p.) a la variación i.a. del PIB (ver gráfico 3.6). Por su parte, el consumo público nuevamente creció con más fuerza que en los trimestres pasados (8% i.a.).

Los indicadores parciales adelantados en términos reales dan señales positivas para el segundo trimestre, aunque están afectados en parte por la base de comparación (ver gráfico 3.7). Las cantidades importadas de bienes de consumo se elevaron 2,9% i.a., mientras que la venta de vehículos creció 3,7% i.a. (vs. -13,4% i.a. entre enero y marzo y -36,3% i.a. en 2014). Se espera que los próximos meses la comercialización de autos continúe en alza, favorecida por la modificación en los impuestos, que introdujo un aumento en el valor mínimo imponible de los

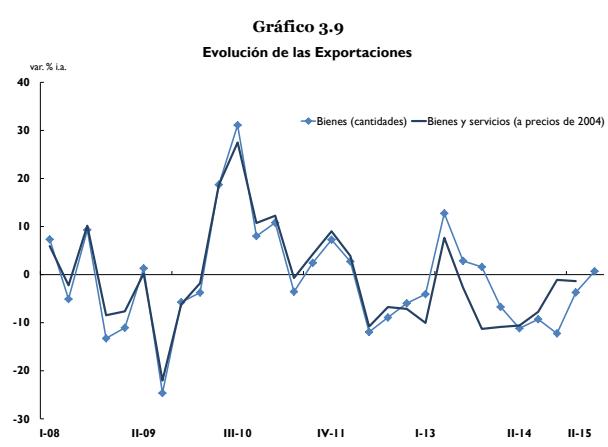
¹³ Ver Comunicación BCRA A 5747.

¹⁴ Para estimular el uso del instrumento se determinó que las entidades financieras podrán cobrar por el desempeño de tareas vinculadas a los CEDIN por los siguientes conceptos y valores, sobre el importe equivalente en pesos: 1) suscripción y emisión por cuenta y orden del BCRA hasta el 1%; 2) verificación de su aplicación hasta el 0,3%; y 3) servicio de pago hasta el 0,2%.

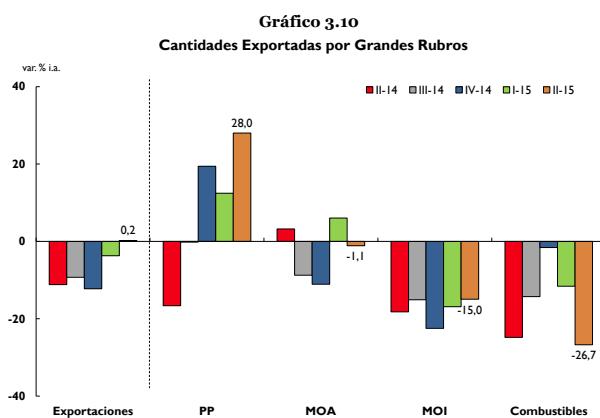
¹⁵ Resolución N°353/14 del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas que reglamentó al Decreto N°606/14. El fondo se utiliza para cubrir las necesidades de financiamiento de grandes empresas y Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) de todo el país a través de diversos instrumentos financieros como préstamos, aportes de capital en sociedades, bonificaciones de tasas de interés o aportes no reembolsables.



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



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC- Términos de Intercambio

vehículos y a su vez una menor alícuota para aquellos de origen nacional¹⁶.

Por su parte, el valor de las ventas en supermercados y en centros de compras redujo su expansión a 25,6% i.a. y 30,3% i.a., respectivamente, en un marco de desaceleración de los precios (ver gráfico 3.8). Contrariamente, creció con más fuerza la recaudación de IVA, que se elevó 28,1% i.a. entre abril y junio (vs. 26,7% i.a. en el primer trimestre).

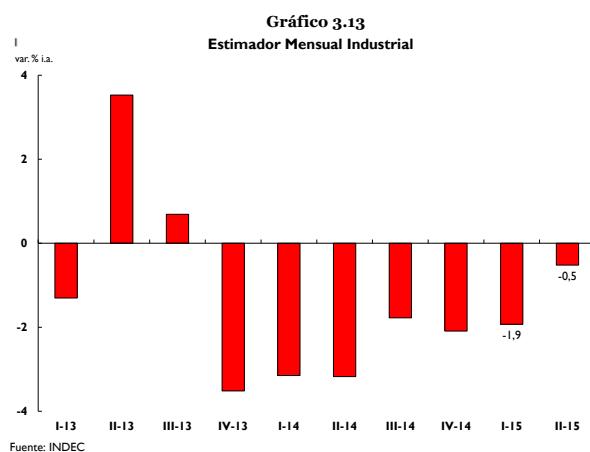
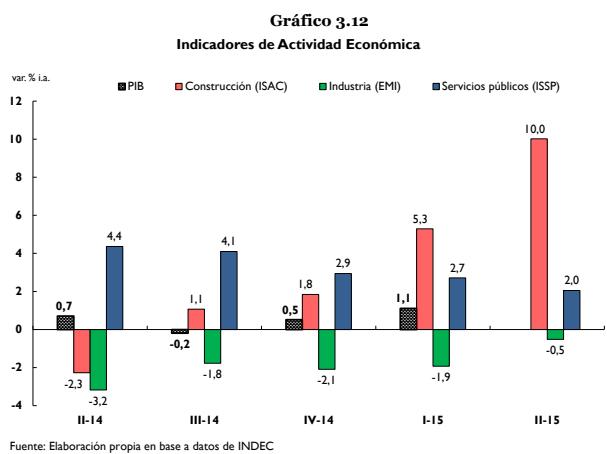
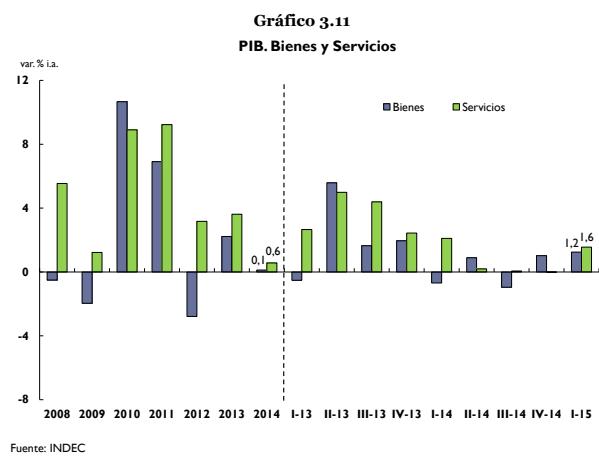
La recuperación del gasto de las familias se dio en un contexto donde los salarios continuaron creciendo (28,4% i.a. promedio entre abril y junio—según el Índice de Salarios Nivel General del INDEC—) y el empleo se mantuvo relativamente estable (ver sección 4).

Además, favoreció al gasto de los hogares la continuidad de los estímulos al crédito para las familias. Siguió vigente el límite al costo del crédito establecido por el BCRA —con tasas de interés máximas para préstamos a personas físicas, como los personales y prendarios automotores— así como el programa “Ahora 12” —para la compra en doce cuotas sin interés a través de tarjetas de crédito—. En este marco, los préstamos personales se elevaron 27,2% i.a., por encima del alza del primer trimestre de 2015 y de 2014 (20,7% i.a. y 22,4% i.a., respectivamente), mientras que la financiación con tarjetas de crédito creció 43,3% i.a. (vs. 36,6% i.a. en primer trimestre y 39,9% i.a. en 2014).

La permanencia de las políticas de ingresos orientadas a los sectores más vulnerables también dio soporte al consumo privado. En particular, las jubilaciones y pensiones se ajustaron 18,26% en marzo, por la aplicación de la ley de movilidad previsional. Adicionalmente, se elevó el beneficio otorgado por el Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROGRESAR) un 50% en abril, a \$900 mensuales, conjuntamente con las modificaciones en los requisitos que generaron un aumento de los beneficiarios. En tanto, comenzó a aplicarse el incremento de las deducciones del impuesto a las ganancias, retroactivo al primero de enero de 2015¹⁷.

En el segundo semestre, beneficiará al consumo de las familias la aplicación de los ajustes salariales alcanzados en las negociaciones colectivas. Los sindicatos con mayor representación, por la cantidad de afiliados, acordaron un alza salarial en torno a 28%,

¹⁶ Ver Decreto N°1243/15.¹⁷ Ver Resolución General N°3770/15.



mientras que aquellos que agrupan a un menor número de trabajadores pactaron un aumento cercano a 30%, incluyendo varios sectores de ambos grupos la incorporación de sumas fijas adicionales al porcentaje pactado (ver sección 7).

Sumado a ello, hacia fines de junio se elevaron un 30% las asignaciones familiares, alcanzando la Asignación Universal por Hijo (AUH) y por Embarazo un monto mensual de \$837. Recientemente, se aprobó la ley de movilidad y actualización automática de las asignaciones familiares, que se aplicará por primera vez en marzo de 2016 (ver apartado 2). También tendrá lugar un nuevo incremento de los haberes previsionales en septiembre, de 12,49%.

Exportaciones

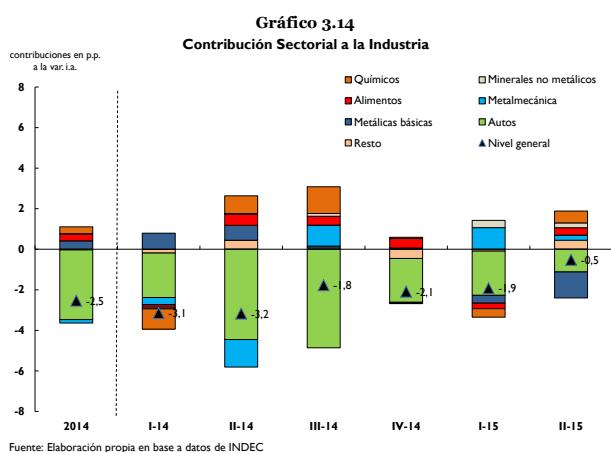
Las exportaciones de bienes y servicios a precios de 2004 se redujeron 1,4% i.a. en el primer trimestre, tras disminuir 7,7% en 2014 (ver gráfico 3.9). De acuerdo a la información de términos de intercambio del INDEC, la caída de las cantidades exportadas de bienes durante el trimestre (-3,7% i.a.) obedeció a las menores ventas al exterior de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) y de combustibles y energía. En tanto, crecieron los embarques de Productos Primarios (PP) y de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA; ver gráfico 3.10).

Los datos para el segundo trimestre de 2015 señalan una recuperación de las ventas de bienes al exterior, ligada a los envíos de PP (28% i.a.). Los volúmenes exportados de MOA se redujeron 1,1% i.a., mientras que las cantidades exportadas de MOI sufrieron una baja de 15% i.a., con una merma en las exportaciones de autos cercana al 26% i.a. Las cantidades vendidas de combustibles profundizaron su caída (ver sección 5).

3.2 Oferta

En el primer trimestre de 2015 la producción de bienes creció 1,2% i.a., producto del alza en el sector agropecuario y en la construcción (ver gráfico 3.11). La provisión de servicios se elevó 1,6% i.a., a partir de la recuperación de la actividad comercial y de las actividades inmobiliarias y empresariales, sumada al aumento en la intermediación financiera y en los servicios de hoteles y restaurantes.

Los indicadores sectoriales adelantados señalan para el segundo trimestre un nuevo aumento del sector agropecuario y de la construcción, y un recorte en la



caída de la actividad industrial. En tanto la provisión de servicios se mantuvo en alza (ver gráfico 3.12).

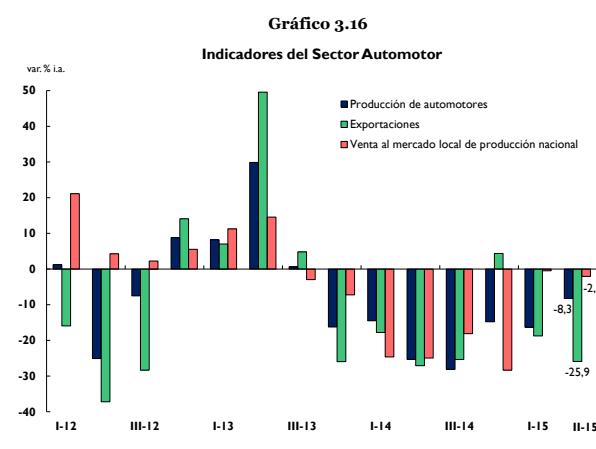
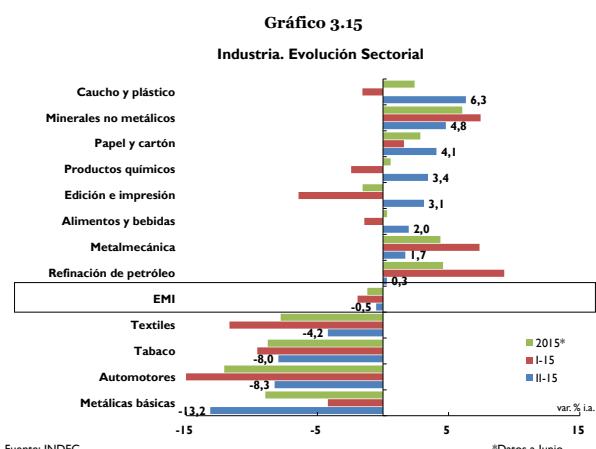
Industria

La actividad industrial, de acuerdo a Cuentas Nacionales, recortó la caída a 0,4% i.a. en el primer trimestre del año (-1,3% i.a. en 2014).

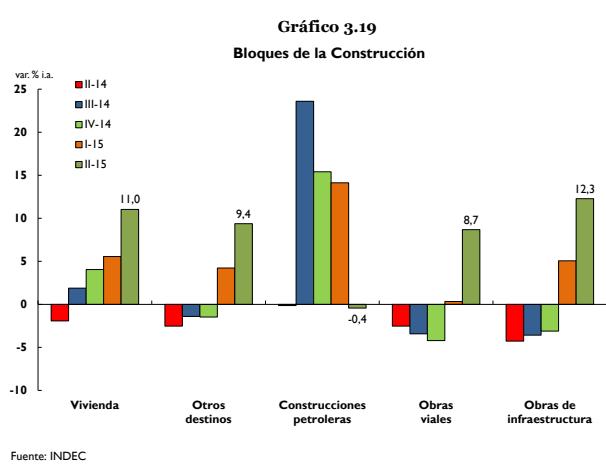
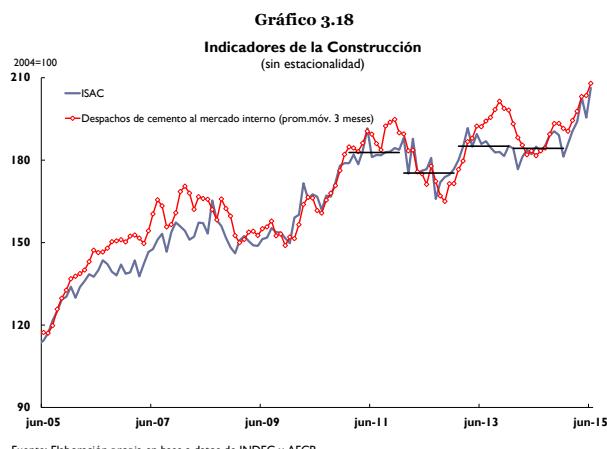
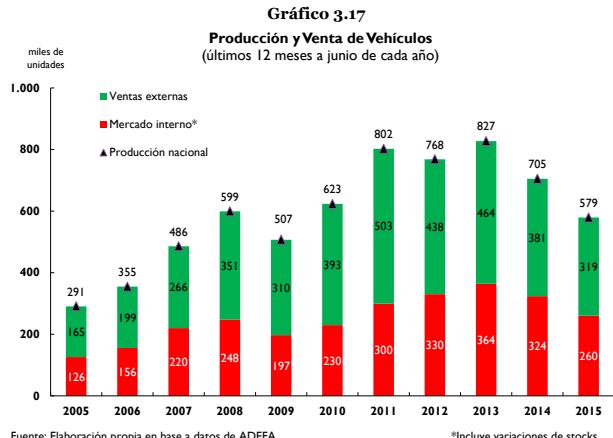
Según el Estimador Mensual Industrial (EMI) la actividad manufacturera disminuyó 0,5% i.a. en el segundo trimestre, tras reducirse en torno a 2% i.a. en el primero (ver gráfico 3.13). En términos desestacionalizados el indicador avanzó 1,2% entre abril y junio.

La industria de metales básicos fue la principal responsable de la baja industrial en el trimestre, con un descenso de 13,2% i.a., como consecuencia del desempeño de la producción de acero crudo y de hierro primario (ver gráficos 3.14 y 3.15). Esta dinámica ha sido extensiva a otros países de la región, afectados por el aumento de las importaciones de estos productos provenientes fundamentalmente de China. También habría afectado al sector la caída global en la actividad de perforaciones, ligada a la baja en el precio del petróleo, que requiere de estos productos como insumos.

Siguió influyendo en la industria el desempeño del sector automotor, que —a pesar de la mejora en el margen— se redujo 8,3% i.a. y sustrajo 1,1 p.p. a la variación i.a. del EMI. De acuerdo a la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA), los menores niveles productivos —de 579 mil vehículos en los últimos doce meses a junio— fueron acompañados nuevamente por la caída de las exportaciones, vinculada a los menores envíos a Brasil, y, en menor medida, de la demanda interna de autos nacionales (ésta última exhibió una recuperación en junio y julio últimos, ver gráficos 3.16 y 3.17).



Entre los sectores que crecieron entre abril y junio se destaca la elaboración de químicos (3,4% i.a.; +0,6 p.p.), impulsada por los productos farmacéuticos, los agroquímicos y los detergentes y productos de higiene personal. También exhibió un alza la industria alimenticia (2% i.a.; +0,4 p.p.), con un desempeño positivo en la elaboración de bebidas, de los lácteos y de la producción de carnes rojas y blancas. La actividad de molienda sufrió el impacto de las medidas gremiales del mes de mayo.



En el segundo trimestre continuaron en alza la metalmeccánica, los minerales no metálicos y la refinación de petróleo, aunque moderaron la expansión.

La utilización de la capacidad instalada en la industria registró una variación interanual de -0,9 p.p. en el segundo trimestre, al ubicarse en 70,7%. Las metálicas básicas (-11,8 p.p.) y el sector automotor (-4,4 p.p.) se ubican entre los sectores con mayores caídas.

Construcción

La construcción permaneció en alza en el primer trimestre, con un aumento del PIB sectorial del 5% i.a.

Según el ISAC, la actividad se mantuvo en expansión entre abril y junio (10% i.a.), alcanzando niveles máximos históricos para el período (ver gráfico 3.18).

Todos los bloques del sector tuvieron un comportamiento favorable en el segundo trimestre, destacándose el incremento de la obra fundamentalmente privada, dada su contribución al alza de la construcción (ver gráfico 3.19). En particular, la edificación de viviendas creció 11% i.a., mientras que las obras con destino comercial e industrial se elevaron 9,4% i.a. Las construcciones petroleras recortaron su alto crecimiento (-0,4% i.a.). Dentro de la obra pública aumentaron 8,7% i.a. las viales y 12,3% i.a. las de infraestructura.

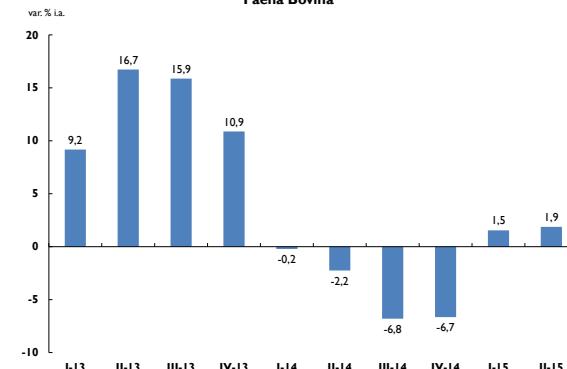
Sector Agropecuario

La actividad agropecuaria se incrementó 4,6% i.a. en el primer trimestre, en línea con el desempeño exhibido en 2014. El crecimiento del sector en el inicio de año fue producto del alza en la actividad agrícola y en el sector ganadero, revirtiendo este último la merma de 2014.

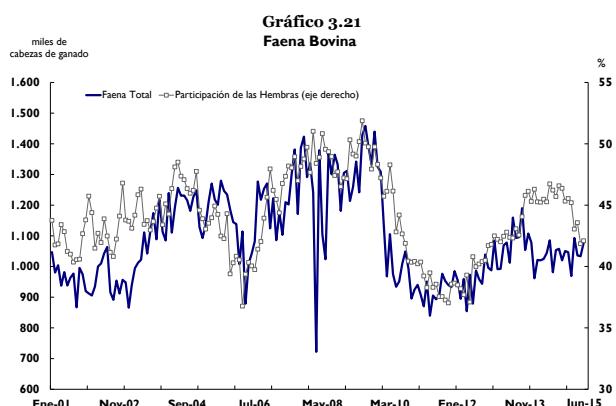
En el segundo trimestre se observó una expansión de la agricultura vinculada a las tareas de la campaña 2014/15. Según el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca (MAGyP)¹⁸ la producción alcanzaría las 123,1 millones de toneladas –un nuevo récord–, al crecer 11% con respecto a la campaña previa. El alza provendría de la cosecha de trigo, que finalizó en 13,9 millones de toneladas (51,1% superior a la campaña pasada), y de la soja que, a partir de rendimientos máximos históricos, sería de 61,4 millones de tone-

¹⁸ Informe Mensual del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca de agosto de 2015.

Gráfico 3.20
Faena Bovina

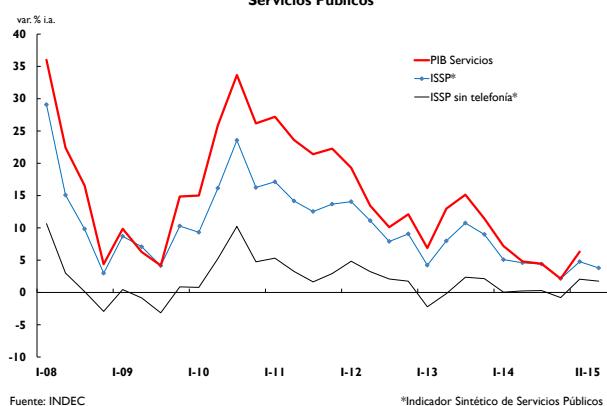


Fuente: Instituto de Promoción de la Carne Vacuna



Fuente: Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos e Instituto de Promoción de la Carne Vacuna

Gráfico 3.22
Servicios Pùblicos



*Indicador Sintético de Servicios Pùblicos

¹⁹ En junio pasado Estados Unidos anunció que comenzará a permitir el ingreso de carne proveniente de Argentina, tras la restricción impuesta en 2001.

ladas (15%). Por su parte, el maíz se elevaría a 33,8 millones de toneladas (2,4% i.a.), favorecido por el aumento en los rindes (3,6%).

La faena de ganado vacuno se incrementó 1,9% i.a entre abril y junio (ver gráfico 3.20). La participación de las hembras en la faena promedió el 42,5%—por debajo del nivel crítico considerado para sostener el nivel de existencias— lo que podría interpretarse como el inicio de una fase de retención de vientres (ver gráfico 3.21). El consumo en el mercado interno también mostró un aumento, al considerar las toneladas totales (2% i.a.) y el ratio por habitante (0,9% i.a.; a 59,1 kg. per cápita por año). Las cantidades exportadas crecieron nuevamente (+18,7% i.a.)¹⁹.

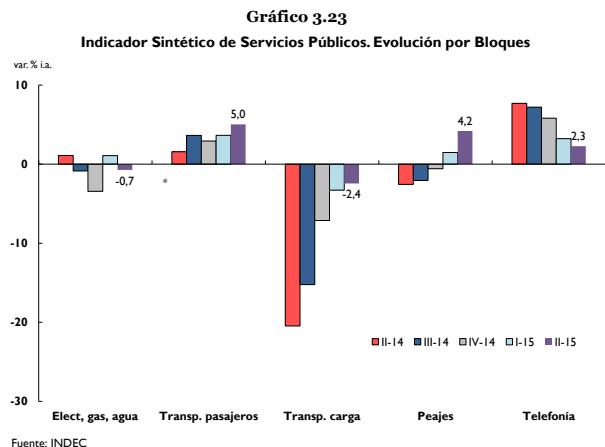
La faena de aves siguió en aumento (1,6% i.a. en abril-mayo). El consumo interno —al que destina el 90% de la producción— creció 6,8% i.a. y promedió los 42,7 kg. por habitante por año, mientras que las toneladas exportadas siguieron en baja (-31,6% i.a.), producto de la caída de las ventas a Venezuela. Por su parte, la producción de leche mostró una mejora en el trimestre, de 5,9% i.a. de acuerdo al EMI sectorial.

Servicios

La provisión de servicios creció 1,6% i.a. en el primer trimestre del año —según la información de Cuentas Nacionales—, a partir de la recuperación en el comercio y en las actividades empresariales sumada al incremento en la intermediación financiera y en hoteles y restaurantes.

El Indicador Sintético de Servicios Pùblicos (ISSP) señaló un avance sectorial de 2% i.a. en el segundo trimestre, tras crecer 2,7% i.a. en el primero (ver gráfico 3.22).

Dentro de los bloques del ISSP, la telefonía se mantuvo como la principal impulsora por su ponderación de la actividad capturada por el índice —aunque redujo su expansión a 2,3% i.a.— producto del aumento en la telefonía celular (ver gráfico 3.23). El transporte de pasajeros permaneció en alza en el trimestre (5% i.a.), a partir del incremento en la aeronavegación comercial, al tiempo que los vehículos que transitan por las estaciones de peajes crecieron con más fuerza (4,2% i.a.).

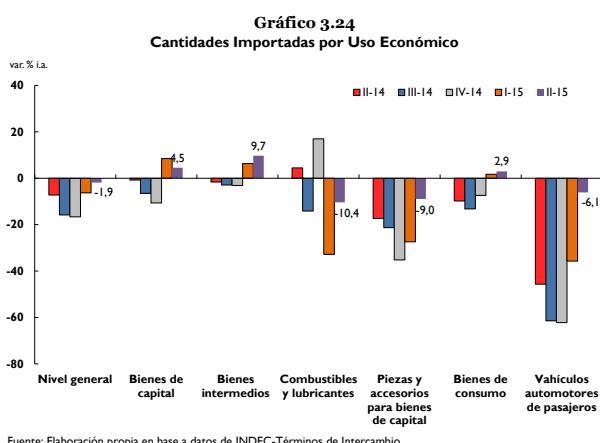


El suministro de electricidad, gas y agua se redujo 0,7% i.a., por el menor consumo de gas natural, mientras que transporte de cargas recortó su caída a 2,4% i.a.

En cuanto al resto de los servicios relevados por el PIB, no contemplados en el ISSP, indicadores adelantados como la evolución de los préstamos, depósitos y el margen entre tasas activas y pasivas, señalan que la intermediación financiera habría mantenido un comportamiento semejante al de los últimos meses²⁰. En tanto, la facturación en centros de compra y supermercados y la dinámica de las cantidades de exportaciones e importaciones, darían cuenta que el comercio minorista y mayorista exhibió un alza semejante a la del primer trimestre de 2015.

Importaciones

Según la información de Cuentas Nacionales, las importaciones de bienes y servicios a precios de 2004 se redujeron 6,1% i.a. en los primeros tres meses del año, tras caer 12,6% en 2014. De acuerdo a la información de términos de intercambio, el desempeño de las importaciones fue heterogéneo, con aumentos en las compras al exterior de bienes de capital, intermedios y de consumo (ver gráfico 3.24).



Según los datos del segundo trimestre, las cantidades importadas de bienes recortaron la caída a sólo 1,9% i.a., manteniendo el comportamiento a nivel desagregado. Mostraron una suba las importaciones de bienes intermedios (9,7% i.a.), de bienes de capital (4,5% i.a.) y de bienes de consumo (2,9% i.a.), mientras que fue negativo el desempeño de las importaciones de vehículos automotores de pasajeros (-6,1% i.a.), de piezas y accesorios para bienes de capital (-9% i.a.) y de combustibles y lubricantes (-10,4% i.a.; ver sección 5).

²⁰ Ver para mayor detalle las ediciones mensuales del **Informe sobre Bancos** y del **Informe Monetario Mensual** correspondientes al segundo trimestre de 2015.

4 Condiciones Socio-económicas

La tasa de desocupación alcanzó a 6,6% de la Población Económicamente Activa (PEA) en el segundo trimestre de 2015, indicando una disminución en relación a un año atrás (-0,9 puntos porcentuales —p.p.—). La tasa de empleo presentó una suba de 0,1 p.p. en ese lapso y se ubicó en 41,5% de la población, al tiempo que la fuerza laboral redujo su participación en el mercado en 0,3 p.p. hasta alcanzar el 44,5% de la población.

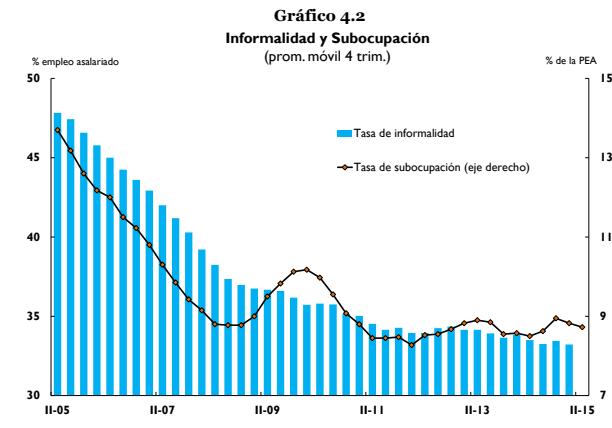
La calidad del empleo mejoró en relación a igual trimestre del año anterior. La tasa de subocupación se situó en 9% de la PEA entre abril y junio de este año, mostrando una caída de 0,4 p.p. en términos interanuales (i.a.), fundamentalmente como consecuencia del desempeño de la subocupación demandante. Así, la tasa de desempleo abierta —que comprende a los desocupados y a los ocupados de tiempo parcial que buscan activamente empleo— se ubicó en 12,9% de la PEA, marcando un descenso de 1,4 p.p. i.a.

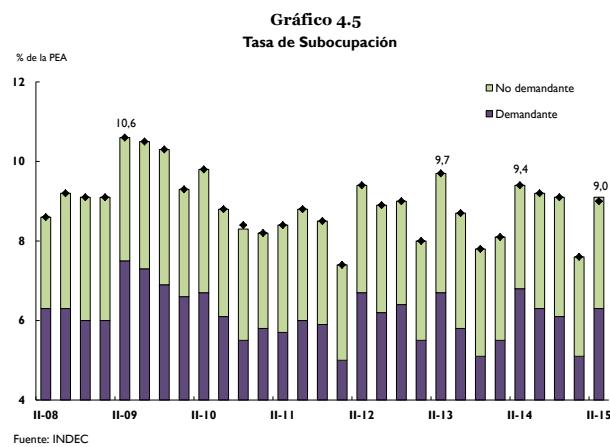
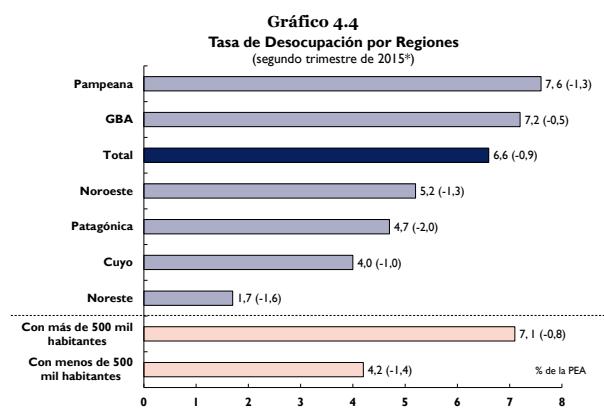
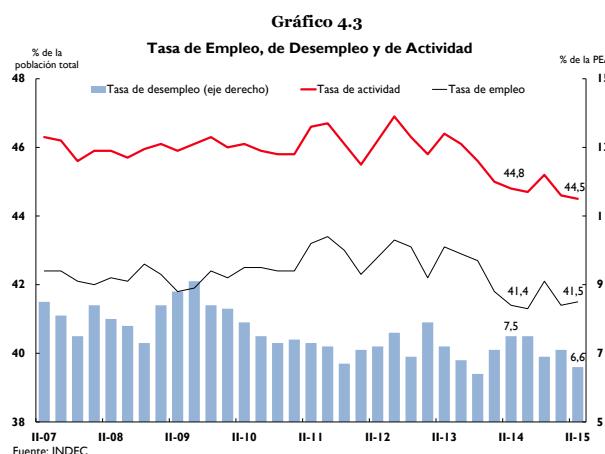
En el primer trimestre de 2015, cayó en 0,9% p.p. i.a. el porcentaje de asalariados sin descuentos jubilatorios hasta ubicarse en 31,9% del total, al tiempo que la generación de puestos de trabajo registrados aceleró su ritmo de expansión. El Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) contabilizó en el primer trimestre del año un incremento de la nómina de aportantes de 2,3% i.a., frente a una tasa de suba de 0,6% en el último cuarto del año pasado. El aumento del empleo formal en el inicio de 2015 respondió al mayor dinamismo de la actividad económica y se explicó tanto por el aumento de los puestos en el sector público (5,2% i.a.) como en el sector privado (1,6% i.a.). Este último fue el segmento de mayor incidencia al explicar el 56% de la creación anual de ocupaciones formales. Entre los sectores que impulsaron dicho desempeño se destacaron la enseñanza, la construcción, las actividades empresariales, inmobiliarias y de alquiler y el agro.

El aumento de los niveles y de la calidad del empleo junto con el alza de los salarios, en un contexto de menor suba de los precios, permitió sostener los ingresos de las familias en el segundo trimestre del año, apuntalados por las políticas públicas dirigidas a los sectores económicos más vulnerables. Entre los resultados de las medidas implementadas con mayor impacto social en el segundo trimestre se destacaron la expansión de la cantidad de jóvenes asistidos mediante el PROGRESAR (Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina), que pasó de 570 mil inscriptos en marzo a más de 790 mil en julio, así como la suba del 50% en el monto de dicha asistencia a partir de abril; la incorporación de nuevos beneficiarios en el marco de la segunda etapa del Plan de Inclusión Previsional —que elevó la cobertura a un nivel récord cercano al 97% de la población objetivo—, el aumento de 30% en las asignaciones familiares desde junio y la actualización de los topes salariales para percibir el beneficio. Cabe señalar que la actualización de las asignaciones familiares será automática a partir de marzo 2016, cuando comience a aplicarse la ley de movilidad que equipará los ajustes con las jubilaciones y pensiones.



Fuente: INDEC





4.1 Principales Indicadores del Mercado Laboral²¹

En el segundo trimestre de 2015 la tasa de desocupación se ubicó en 6,6% de la Población Económicamente Activa (PEA), según la información disponible de la EPH que releva 31 aglomerados urbanos (ver gráfico 4.1). En su comparación interanual (i.a.), dicha tasa significó una caída de 0,9 puntos porcentuales (p.p.), explicada tanto por una suba de la tasa de empleo²² (0,1 p.p.) como por el descenso de la tasa de actividad²³ (-0,3 p.p.; ver gráfico 4.3).

La disminución del desempleo en relación a un año atrás fue generalizada en las distintas regiones del territorio nacional, siendo más acentuada en aquellos aglomerados urbanos con menos de 500 mil habitantes. En particular, en el Gran Buenos Aires (GBA) la desocupación alcanzó el 7,2% de la PEA en el segundo trimestre de 2015, con una caída de 0,5 p.p. i.a. En tanto, en el interior del país se destacó el comportamiento en la región patagónica, donde la tasa de desempleo descendió 2 p.p. i.a. hasta alcanzar el 4,7% de la PEA y en la zona del Noreste (-1,6 p.p. i.a.; ver gráfico 4.4).

En cuanto a la calidad del trabajo, los indicadores disponibles presentaron una tendencia favorable, ubicándose tanto la tasa de informalidad como la de subocupación entre los niveles más reducidos de la serie histórica, dando cuenta de los avances conseguidos en esta materia (ver gráfico 4.2).

La tasa de subocupación bajó de 9,4% en el segundo trimestre de 2014 a 9,0% un año después. Dicho descenso fue producto de la retracción de la tasa de subocupación demandante²⁴ hasta 6,3% de la PEA (-0,5 p.p. i.a.), mientras que la tasa de subocupación no demandante²⁵ se situó levemente por encima de igual período del año anterior (ver gráfico 4.5). De esta manera, la tasa de desocupación abierta, que comprende a la población con dificultades para conseguir empleo —desocupados y subocupados demandantes—, se ubicó entre abril y

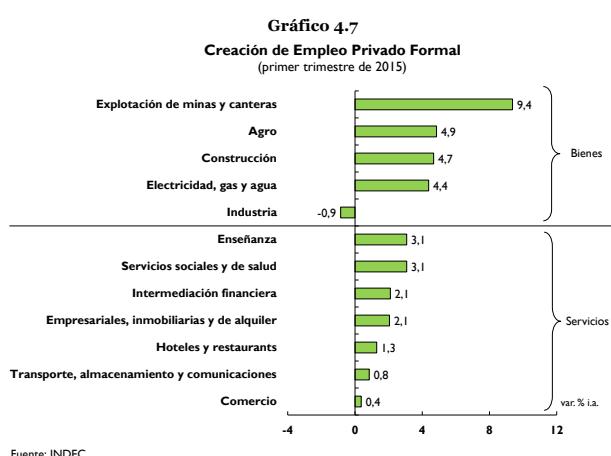
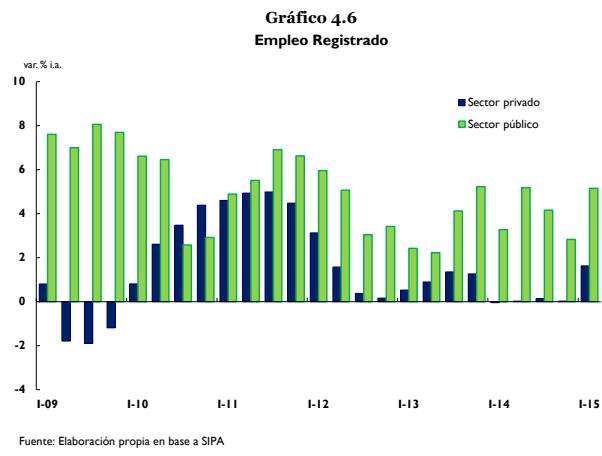
²¹ Cabe señalar que a partir del cuarto trimestre de 2013 el INDEC comenzó un proceso de migración de los datos a fin de actualizar las estimaciones de la población de referencia de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) con el Censo Nacional de Población, Hogares y Vivienda (CNPBV) de 2010, que estaban basados en el CNPBV 2001. Hasta tanto no se difunda una serie estadística expresada en la misma base que permite comparar de manera homogénea los datos de un trimestre con el mismo período del año anterior, no es correcto analizar el desempeño del mercado de trabajo en términos de niveles.

²² Cociente entre la población ocupada y la población total.

²³ Cociente entre la PEA y la población total.

²⁴ Cociente entre el número de subocupados que busca activamente empleo y la PEA.

²⁵ Cociente entre el número de subocupados que no busca empleo y la PEA.



junio de 2015 en 12,9% de la PEA, por debajo de la registrada en igual período de 2014 (-1,4 p.p.).

Por su parte, los últimos datos disponibles de informalidad laboral correspondientes al primer trimestre de 2015 indicaron una mejora en el margen, ubicándose en 31,1% del total de asalariados comprendidos por la EPH (-0,9 p.p. i.a.).

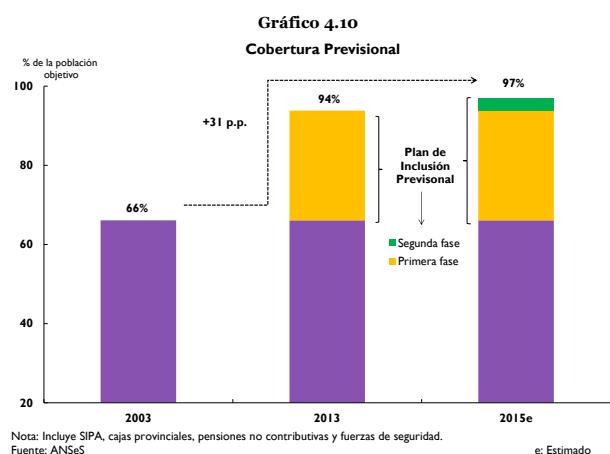
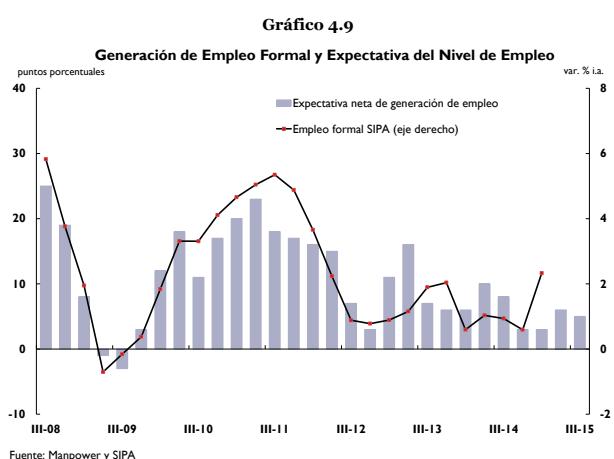
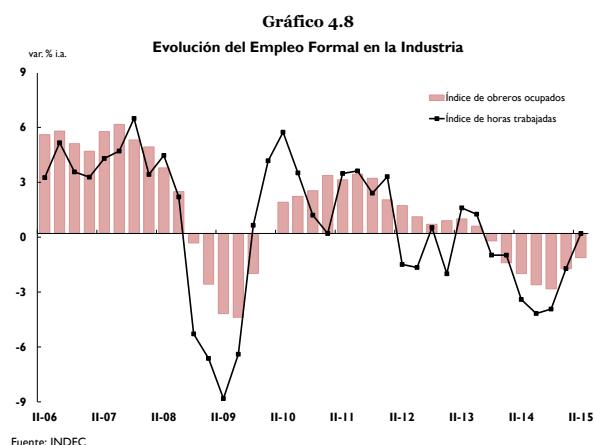
En dicho lapso, el Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) contabilizó un aumento en la nómina total de empleados: tras crecer 0,6% i.a. en el último trimestre 2014, el ritmo de creación de puestos formales alcanzó el 2,3% i.a. en el primer trimestre de 2015. Esta dinámica se explicó en mayor medida por el comportamiento del sector privado, cuya plantilla registrada en el SIPA se incrementó en 103,5 mil puestos (1,6% i.a.), al tiempo que la ocupación en el sector público se elevó 5,2% i.a. (81,1 mil puestos; ver gráfico 4.6).

Hacia el interior de la ocupación privada formal se observó una aceleración en el ritmo de suba, tanto en los sectores productores de bienes como en los oferentes de servicios, desempeño que se correspondió con la evolución de la actividad sectorial (ver sección 3).

Todos los segmentos productores de bienes mostraron subas en la nómina formal de ocupados, con excepción de la industria manufacturera (-0,9% i.a.), que representa más de la mitad de la ocupación formal de este segmento y cerca del 20% de la ocupación registrada total. Se destacó el incremento en la explotación de minas y canteras (9,4% i.a. ver gráfico 4.7). Hacia el interior de los servicios, la creación de nueva ocupación formal en el primer trimestre de 2015 fue superior en enseñanza y servicios sociales y de salud (3,1% i.a. en ambos casos), al tiempo que la menor suba se verificó en las actividades comerciales (0,4% i.a.). Esta última rama representa cerca del 27% de la nómina total de servicios, siendo la más numerosa dentro del segmento.

Los resultados de la encuesta realizada al sector industrial correspondientes al segundo trimestre de 2015²⁶ anticiparon un recorte en la tasa de disminución del empleo. La cantidad de obreros ocupados en el sector fabril registró en ese período una caída de 1,3% i.a., inferior a la merma observada

²⁶ La encuesta industrial llevada a cabo por el INDEC recopila información acerca del empleo y los salarios industriales a nivel nacional, en una muestra de más de 3.000 locales seleccionados a partir del Censo Nacional Económico. Considera como ocupado al personal mensualizado en relación de dependencia o con contrato a término.



durante el trimestre anterior (-1,9% i.a.). Por su parte, la cantidad de horas trabajadas en el conjunto de las ramas manufactureras también atenuó la merma observada en los trimestres previos, al no exhibir variaciones entre abril y junio (ver gráfico 4.8).

Tanto las encuestas privadas como las oficiales realizadas a empleadores señalaron un escenario predominantemente estable en cuanto a la intención de ocupación en el tercer trimestre del año. Considerando sólo a las respuestas que contemplan cambios en la dotación, la expectativa neta de generación de empleo —porcentaje de encuestados que espera un aumento en la dotación de personal neto del que prevé disminuciones— anticipa una mejora en las contrataciones en el período julio-septiembre de 2015. En efecto, según las encuestas privadas²⁷, las expectativas netas de generación de empleo se ubicaron en 5 p.p., guarismo similar al del trimestre anterior y por encima del registro de comienzos del año (ver gráfico 4.9). De manera similar, la encuesta oficial²⁸ señaló que el 8% de los empresarios prevé un aumento del empleo en los próximos meses frente a un 3,5% del total de encuestados que anticipa reducciones.

4.2 Ingresos

La masa salarial habría permanecido en niveles elevados en el segundo trimestre de 2015, dado el aumento de los niveles de empleo y de las remuneraciones en un marco de menor suba de los precios. Los salarios de la economía, medidos a través del Índice de Salarios del INDEC, subieron en promedio 28,4% i.a. entre abril y junio, mostrando cierta desaceleración respecto al primer trimestre, en un contexto en el que los acuerdos paritarios se retrasaron en relación a 2014. Sin embargo, hacia fines del segundo trimestre, cuando comenzaron a imputarse los aumentos acordados en las paritarias, la tasa de crecimiento interanual de las remuneraciones repuntó levemente, ubicándose en 29,1% i.a en junio (ver sección 7).

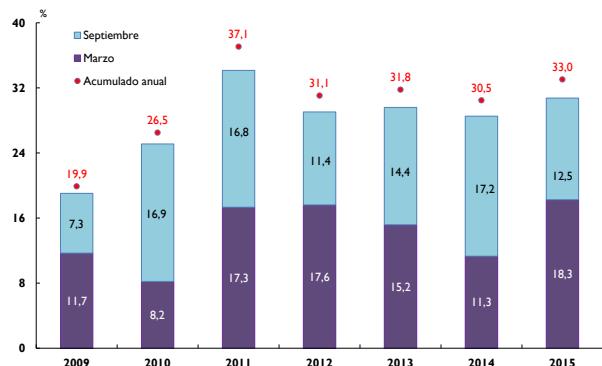
El gasto de las familias se vio favorecido además por las políticas públicas de ingresos dirigidas a los sectores económicos más vulnerables. Se destaca en el segundo trimestre del año la expansión de la ayuda a los jóvenes a los que se asiste me-

²⁷ Manpower: encuesta de expectativas de empleo realizada a una muestra representativa de 800 empleadores de todo el país a los que se les preguntó si preveían modificaciones en el nivel de empleo de su empresa en el trimestre que termina en junio de 2015 en comparación con el trimestre inmediato anterior.

²⁸ Encuesta de indicadores laborales realizada por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social en septiembre de 2015, sobre una muestra de 2.383 empresas privadas del sector formal con 10 y más trabajadores, en los principales aglomerados del país.

Gráfico 4.11

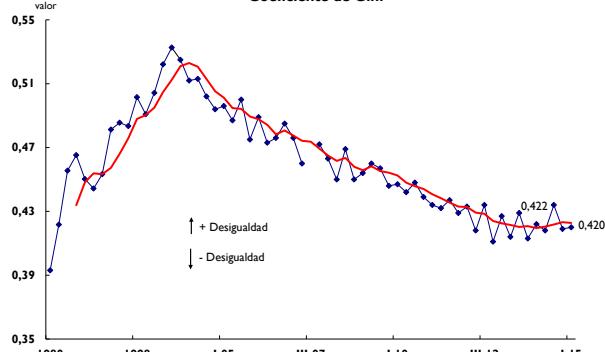
Evolución de los Coeficientes de Movilidad Previsional



Fuente: Elaboración propia en base a datos de MTySS, ANSeS y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Gráfico 4.12

Coeficiente de Gini*



*Indicador de desigualdad que toma valores entre 0 (situación de perfecta igualdad) y 1 (total desigualdad). Sobre la base del ingreso per cápita familiar. Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y SEDLAC para frecuencia anual

diante el programa PROGRESAR (Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina)²⁹. En julio, el total de inscriptos superó los 790 mil, un 39% por encima del total de asistidos en marzo, y se estima que el programa podría llegar a unos 1,2 millones de jóvenes. El monto mensual de dicha asistencia se había incrementado un 50% en abril pasado hasta los \$900 mensuales.

También merece destacarse la continua expansión del alcance previsional en el marco de la segunda fase de la moratoria que estará vigente hasta el 6 de septiembre del año próximo³⁰. Hasta junio pasado se habían incorporado 517 mil nuevos beneficiarios, 67 mil por encima de los contabilizados en abril, con los que se prevé llevar la cobertura hasta un nivel récord histórico y regional de 97% de la población de referencia (ver gráfico 4.10). En relación a la movilidad previsional, recientemente se dio a conocer el coeficiente de ajuste de 12,49% que se aplicará a partir de septiembre, con el cual las jubilaciones y pensiones acumularán en el año un aumento de 33,03% (ver gráfico 4.11).

Con impacto pleno en el tercer trimestre, se anunció el aumento de 30% a partir del 1º de junio en los montos de las asignaciones familiares, incluyendo la Asignación Universal por Hijo (hasta \$837 mensuales). La medida implicó la modificación de los topes de los rangos salariales para los cuales se percibe el beneficio, ubicándose el primero de ellos en \$7.500 mensuales y el último en \$30.000 mensuales. Cabe destacar que a partir de marzo de 2016 el conjunto de las asignaciones familiares se ajustará de manera automática de la misma manera que las jubilaciones y pensiones a partir de la aprobación de la ley de movilidad de estas asignaciones³¹, el 15 de julio pasado (ver apartado 2). También se anunció un incremento del Salario Mínimo Vital y Móvil, en dos cuotas: 18,5% a partir de agosto y 10% en enero próximo, completándose así un haber de \$6.060 mensuales.

El conjunto de las políticas públicas, dirigidas a los sectores de menores recursos y aplicadas en el marco de una relativa estabilidad del mercado laboral, permitió sostener los avances conseguidos en términos de distribución del ingreso a lo largo

²⁹ Destinado a jóvenes nativos o naturalizados de entre 18 y 24 años, que estudian en instituciones de gestión pública y se encuentran desocupados o trabajando informalmente, o bien en la economía formal y sus ingresos o los del grupo familiar no supera el salario mínimo vital y móvil. Se implementa mediante una ayuda económica para que puedan iniciar, retomar o sostener sus estudios en cualquier nivel educativo.

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

³¹ Ley N° 27160/15.

de la última década. El coeficiente de Gini³² permaneció en el entorno de su nivel mínimo histórico, al ubicarse en 0,42 en el primer trimestre de 2015, mostrando una tendencia prácticamente estable desde fines de 2012 (ver gráfico 4.12).

³² El coeficiente de Gini es una medida de distribución del ingreso. Es igual a cero si todas las unidades reciben lo mismo y se approxima a uno al incrementarse la desigualdad de la distribución. Corresponde al ingreso per cápita del grupo familiar.

Apartado 2 / Evolución Reciente de la Política de Asignaciones Familiares

La política pública de asignaciones familiares comenzó a estructurarse en Argentina en 1940, alcanzando progresivamente una cobertura relativamente alta que se sostuvo durante las siguientes décadas. Este régimen de protección social se asoció inicialmente al empleo formal —en línea con las principales tendencias mundiales vigentes en ese entonces en materia de seguridad social—. Desde 2009, las asignaciones familiares cobraron un nuevo impulso centradas en una perspectiva de alcance universal con el objetivo de potenciar las políticas de inclusión social, atendiendo a los sectores más vulnerables de la población y mejorando la distribución del ingreso.

Al analizar la evolución de la política social desde una perspectiva histórica pueden caracterizarse tres grandes períodos en su evolución: la beneficencia social, el estado de bienestar y la ciudadanía³³. La beneficencia social era procurada mayormente por la sociedad civil, caracterizada por una asistencia discrecional a los pobres (mientras el Estado no tenía obligaciones, los pobres no tenían derechos). Posteriormente, y avalado por la teoría económica de la regulación, se consideraba que el Estado debía intervenir para garantizar una de sus funciones primordiales: la reproducción de la fuerza de trabajo. En este marco, desde fines del siglo XIX se fundaron en el mundo las primeras bases del sistema de la seguridad social contributivo “de bienestar”, financiado por los trabajadores, los empleadores y el Estado —cuyo surgimiento se atribuye al canciller alemán Otto von Bismarck—. Las políticas sociales siguieron evolucionando en el mundo, y en Europa, a partir de la segunda posguerra mundial, los hacedores de política comenzaron a centrarse en mayor medida sobre el concepto de ciudadanía (con alcance universal), previendo el acceso gratuito a los beneficios sociales y financiamiento basado en el sistema impositivo vigente (ver cuadro 1).

Estos desarrollos permitieron que, en el ámbito de las políticas de la seguridad social, se fuera institucionalizando de modo progresivo el concepto de “salario indirecto”, con el objetivo de compensar y amortiguar las variaciones de los ingresos monetarios obtenidos por los asalariados del sector formal de la economía. Esto contemplaba la atención de ciertos cuidados especiales y la promoción de la

igualdad de oportunidades de empleo y ocupación, al permitir la percepción de ingresos incluso cuando los trabajadores no ejercieran su actividad laboral por motivos de enfermedad, maternidad, desocupación o jubilación, entre otros. El régimen de asignaciones familiares contributivo implementado en Argentina hasta 2008 formó principalmente parte de este esquema de remuneraciones “indirectas” a los asalariados formales de la economía.

Cuadro 1 | Perspectiva Histórica de las Políticas Sociales

Hasta fines del siglo XIX	Desde fines del siglo XIX hasta la segunda posguerra mundial	Desde la segunda posguerra mundial
Beneficencia social	Estado de bienestar	Ciudadanía
Esquema discrecional	Esquema contributivo	Esquema universal

De hecho, el primer antecedente argentino del régimen de asignaciones familiares remite a la sanción en septiembre de 1940 de la Ley N°12637, que estipuló los escalafones de empleados de bancos particulares y previó la existencia de una gratificación por hijo menor de diecisésis años para los empleados de ese sector³⁴. Por su parte, en 1943 por primera vez se estableció la financiación de cargas familiares para trabajadores ferroviarios a través de un fondo común³⁵.

Con el correr de los años se fueron instaurando distintos esquemas de asignaciones familiares en diversos convenios colectivos de empleo, hasta que en octubre de 1996 se estableció un régimen nacional y obligatorio de asignaciones familiares para brindar cobertura para aquellos beneficiarios con cargas de familia³⁶. De esta manera se estableció, por un lado, un sistema contributivo fundado en los principios de reparto para los trabajadores remunerados en relación de dependencia en la actividad privada, financiado a través de una contribución a cargo del empleador del 9% sobre el total de

³³ Isuani, Ernesto Aldo (2008). “La política social argentina en perspectiva”. Los programas sociales en Argentina hacia el Bicentenario: visiones y perspectivas. Banco Mundial.

³⁴ Laura Susana Golbert y Emilia Eugenia Roca (2010). De la Sociedad de Beneficencia a los Derechos Sociales. Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

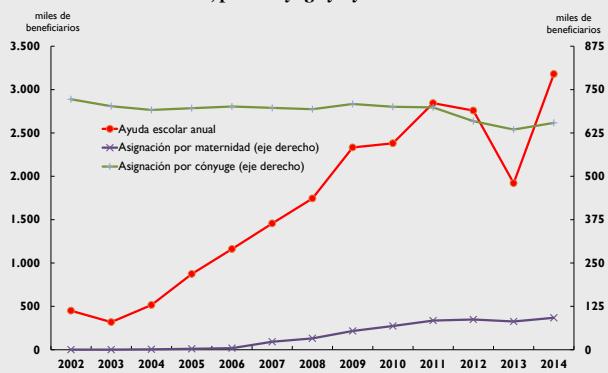
³⁵ Decreto N°3771/43.

³⁶ Ley N°24714.

las remuneraciones. Por el otro lado, a partir de los recursos del régimen previsional, se creó un sistema no contributivo de asignaciones familiares para beneficiarios del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones y del régimen de pensiones por invalidez.

Entre las principales prestaciones dispuestas por dicha normativa —la cual mantiene mayormente su vigencia— se encuentran la asignación por hijo, consistente en un pago mensual por cada menor de 18 años a cargo del trabajador en relación de dependencia; la asignación por hijo con discapacidad y la asignación prenatal (cuyo pago era una suma igual a la de la asignación por hijo que se abona desde la concepción hasta el nacimiento). También se fijó: la gratificación por ayuda escolar —que se abona anualmente al trabajador que acredite tener derecho a la asignación por hijo condicionada a que el niño concorra regularmente a establecimientos incorporados a la enseñanza oficial—; la referida a la maternidad —por la cual las madres cobran en el período de licencia una suma igual a la que hubiera percibido por su empleo—; y las asignaciones por nacimiento, adopción y matrimonio, que son sumas de dinero que la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) otorga una vez informado el acontecimiento al empleador (ver gráfico 1).

Gráfico 1 | Cantidad de Beneficiarios de Asignaciones Familiares por Maternidad, por Cónyuge y Ayuda Escolar Anual



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Oficina Nacional de Presupuesto

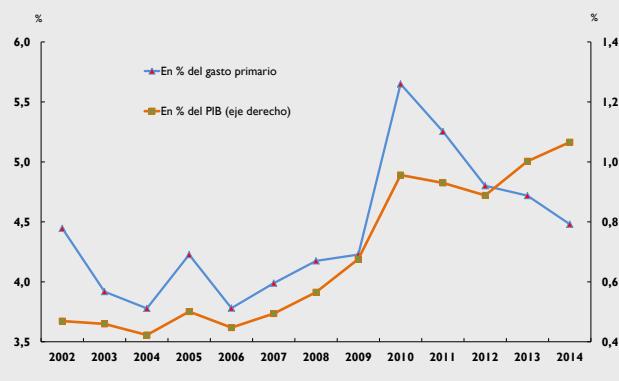
Sin embargo, la realidad social se fue modificando durante las últimas décadas del siglo XX: la flexibilización laboral, el desempleo y la informalidad fueron socavando el sostén de los sectores de menor poder adquisitivo. Entre 1976 y 2002, diferentes cambios en el contexto político y económico mundial y local, modificaron los canales de protección social al reducir el rol del Estado, así como el nivel general de empleo.

Fue sobre la base de este régimen de asignaciones familiares, que a partir de 2009 se instituyó la Asignación Universal por Hijo para Protección

Social (AUH)³⁷, un beneficio no contributivo —con características de programa de transferencias monetarias directas condicionadas³⁸— que permitió universalizar el alcance poblacional a todos los menores de 18 años, independientemente de la condición laboral de los padres.

De este modo se incorporaron al régimen de asignaciones familiares aquellos menores que no eran elegibles para el beneficio debido a que eran hijos de trabajadores informales, inactivos o desocupados, mejorando significativamente la distribución del ingreso³⁹. Así, el gasto en asignaciones familiares, que desde 1980 hasta 2008 había oscilado entre 0,4% y 0,6% del PIB, pasó a representar el doble, al ubicarse en torno a 1,1% del Producto tras la implementación de la AUH en 2009 (ver gráfico 2).

Gráfico 2 | Gasto en Asignaciones Familiares



Fuente: Elaboración propia en base a Oficina Nacional de Presupuesto e INDEC

Adicionalmente, en 2011 se reconoció el derecho a una asignación por embarazo para todas aquellas mujeres embarazadas en situación de vulnerabilidad⁴⁰. Esta asignación se otorga durante el lapso de gestación a partir del tercer mes, considerando ciertos controles sanitarios. Por otro lado, se determinaron criterios de ingresos por grupo familiar como límites para el acceso a las asignaciones familiares, en vez del criterio personal anterior⁴¹, previendo un carácter más redistributivo de la administración de los recursos de la seguridad social. Asimismo, se priorizó a la mujer en el pago de las asignaciones familiares independientemente del integrante del grupo familiar que genere el derecho

³⁷ Decreto N°1602/09

³⁸ Cabe destacar que la transferencia monetaria mensual que realiza el Estado requiere de la acreditación anual de la escolarización y del cumplimiento de controles de salud (criterios de sujeción al ejercicio de condiciones sociales básicas).

³⁹ Ver apartado 3. Tendencias en materia de promoción y protección social en países emergentes. **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria** de julio de 2013

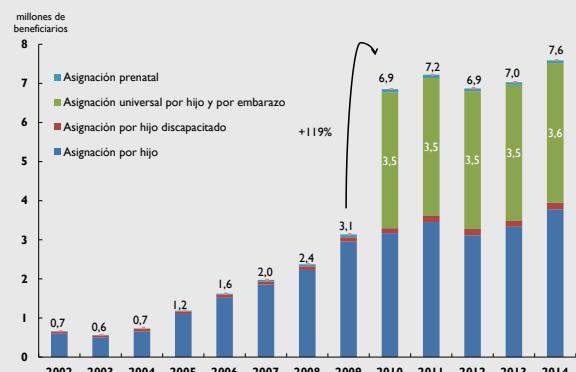
⁴⁰ Decreto N°446/11.

⁴¹ Decreto N°1667/12.

de cobro⁴². Por último, a principios de 2015 se reconoció el pago de la asignación por ayuda escolar a los titulares de la AUH, equiparando así este derecho de los trabajadores formales con los de los informales o inactivos en cuanto a la escolarización de los menores.

Estas medidas constituyeron un hito fundamental en la universalización de derechos sociales al reconocer el derecho de los más vulnerables y permitir la incorporación de unos 3,5 millones de personas menores de 18 años al sistema, lo cual significó un aumento de 119% en la nómina total para ese mismo año (ver gráfico 3).

Gráfico 3 | Cantidad de Beneficiarios de Asignaciones Familiares por Hijo



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Oficina Nacional de Presupuesto

Profundizando la ampliación de derechos sociales de la última década, recientemente se sancionó una ley que establece la movilidad semestral automática de todas las asignaciones familiares y de los rangos de ingresos del grupo familiar que determinan el cobro, con excepción de la asignación por maternidad —la cual es equivalente a la remuneración que la trabajadora hubiera percibido de permanecer en su empleo—⁴³. A partir de marzo de 2016 los aumentos de estas asignaciones dejarán de otorgarse mediante decreto y se realizarán de forma automática, en marzo y septiembre, del mismo modo que las jubilaciones y pensiones⁴⁴.

El índice de movilidad previsional, calculado por la ANSeS, se determina en base a una fórmula que contempla la suma de dos cálculos. El primero surge del promedio de las variaciones de los recursos tributarios por beneficio destinados automáticamente para financiamiento de la seguridad social. El segundo cálculo considera la mayor variación de cualquiera de dos índices de salarios: el nivel general de salarios elaborado por el INDEC o el índice Remuneraciones Imponibles Promedio de los Trabajadores Estables (RIPTE) publicado por el

Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social. La fórmula de la movilidad previsional contempla un límite para garantizar la sostenibilidad del sistema previsional, por el cual el aumento de los haberes no puede superar en más de 3% a la variación de los recursos totales por beneficio previsional de la ANSeS.

Adicionalmente, la ley sancionada en julio de 2015 contempló un importe diferencial para el monto otorgado de la AUH y la Asignación por Embarazo para los beneficiarios residentes en las provincias de La Pampa, Río Negro, Chubut, Neuquén, Santa Cruz, Tierra del Fuego, Antártida e Islas del Atlántico Sur y el Partido de Patagones de la provincia de Buenos Aires, equiparando lo que perciben los beneficiarios del sistema contributivo que residen en esas zonas.

Por último, la nueva ley dispone que el tope de ingresos previsto para la percepción de los beneficios por parte de los asalariados del sector formal se ajustará de acuerdo con la variación que se produzca en la ganancia no imponible y/o en las deducciones por cargas de familia, previstas para el cálculo del impuesto a las ganancias para personas físicas.

De esta manera, desde 2009 la profundización de las políticas de protección social dio lugar a un incremento muy significativo en la cantidad de beneficiarios de asignaciones familiares, tendiendo a la universalización de las prestaciones. La movilidad de las prestaciones, ahora garantizada mediante una ley, consolidó el sistema de protección social.

⁴² Decreto N°614/13.

⁴³ Ley N°27160/15.

⁴⁴ Ley N° 26417 de movilidad previsional.

5 Sector Externo

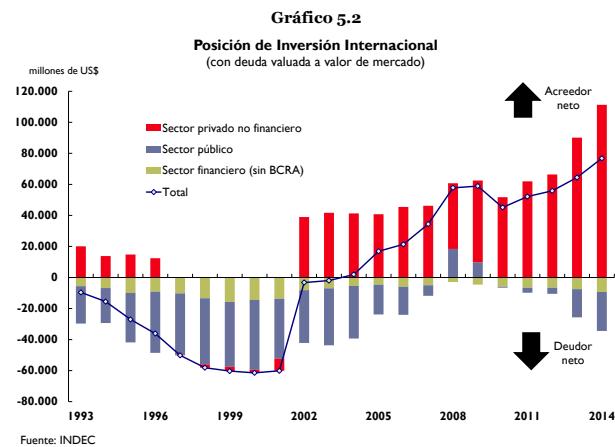
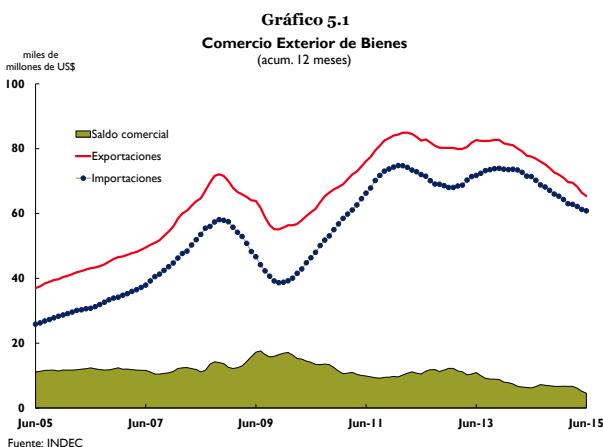
En el primer semestre del año las exportaciones totalizaron US\$30.213 millones, 17,9% por debajo de lo observado para el mismo lapso en 2014. Este comportamiento reflejó mayormente la evolución de los valores exportados de los bienes manufacturados. Mientras que las Manufacturas de Origen Agropecuario fueron afectadas por los menores precios internacionales, el debilitamiento de la demanda externa incidió significativamente en la evolución de las Manufacturas de Origen Industrial. En este último rubro, aproximadamente la mitad de la caída se explica por menores ventas de automotores a Brasil.

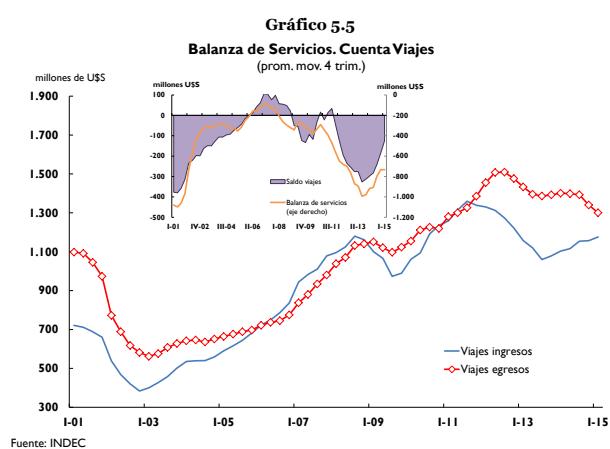
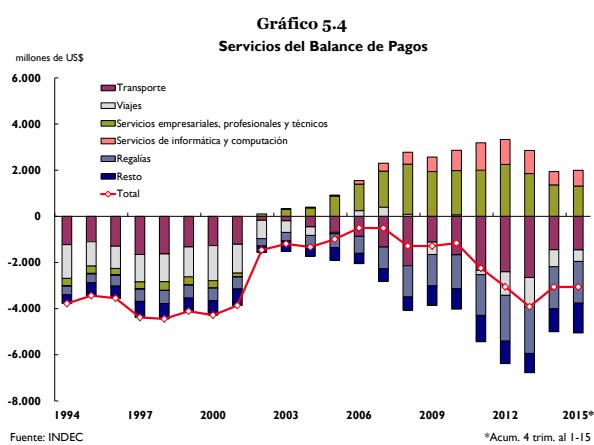
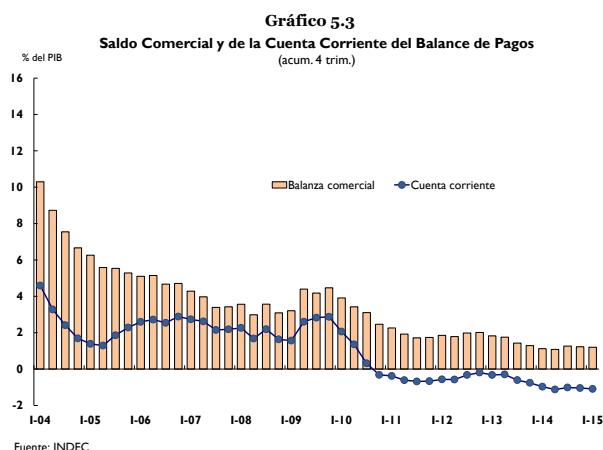
Las importaciones acumularon US\$28.982 millones (-13,5% i.a.) entre enero y junio de este año. Todos los usos de importación disminuyeron, con excepción de los bienes de capital. Las compras externas de combustibles y lubricantes fueron las que más contribuyeron en el comportamiento agregado, no sólo por menores precios sino también por reducciones en cantidades. De este modo, en los primeros seis meses la balanza comercial registró un excedente de US\$1.232 millones, US\$2.094 millones por debajo del observado en igual lapso de 2014.

En el primer trimestre de 2015, la cuenta corriente mostró un ligero deterioro respecto de igual período de 2014; que, tomando en cuenta los últimos cuatro trimestres, se reflejó en un déficit equivalente a 1,1% del PIB. En tanto, la cuenta capital y financiera tuvo un saldo positivo, destacándose los ingresos netos correspondientes al sector financiero y BCRA y al sector privado no financiero.

Como resultado de las operaciones del balance de pagos, las reservas internacionales aumentaron US\$384 millones en los primeros 3 meses del año. Continuando con esta trayectoria alcista, el stock de reservas internacionales ascendió a US\$33.943 millones a fines de julio, acumulando un alza de US\$2.500 millones en lo que va del año.

La deuda externa total (pública y privada) aumentó US\$5.598 millones en términos interanuales a fines de marzo de 2015 (hasta alcanzar un 26,3% del PIB). Este incremento se debió fundamentalmente a la emisión de deuda asociada a la compensación por la expropiación del 51% del paquete accionario de YPF a REPSOL S.A. y a la reestructuración de las obligaciones en el marco del acuerdo con el Club de París. De todos modos, el nivel de la deuda externa en relación al tamaño de la economía se ubica entre los valores mínimos de los últimos 15 años.





5.1 Cuenta Corriente

De acuerdo a las estimaciones trimestrales del Balance de Pagos del INDEC, en el acumulado de los primeros tres meses de 2015 la cuenta corriente registró un saldo negativo de US\$3.710 millones, ubicándose ligeramente por debajo de igual período de 2014. En los últimos doce meses (con marzo de 2015 como último dato disponible) el déficit externo por este concepto ascendió a US\$6.046 millones, equivalente a -1,1% del PIB (ver gráfico 5.3).

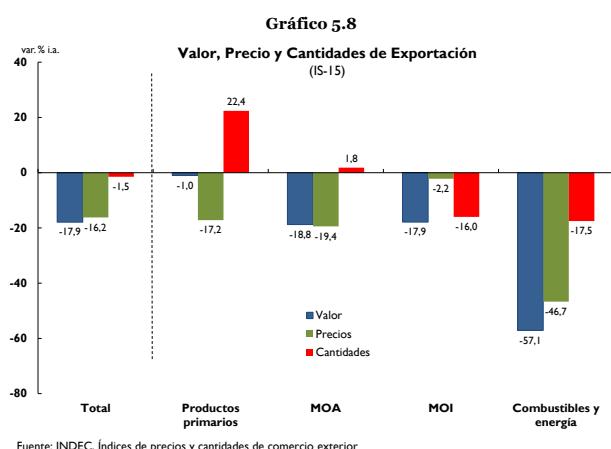
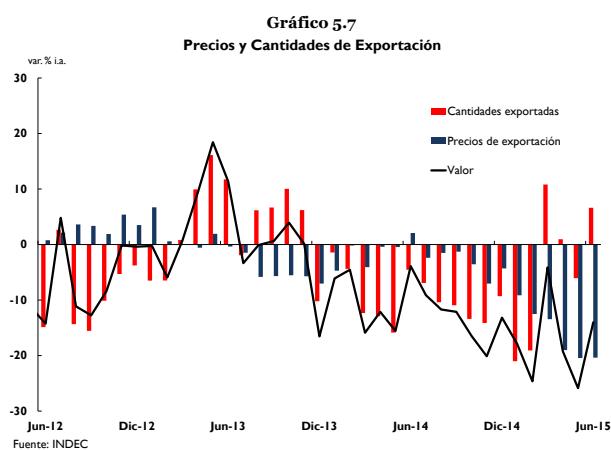
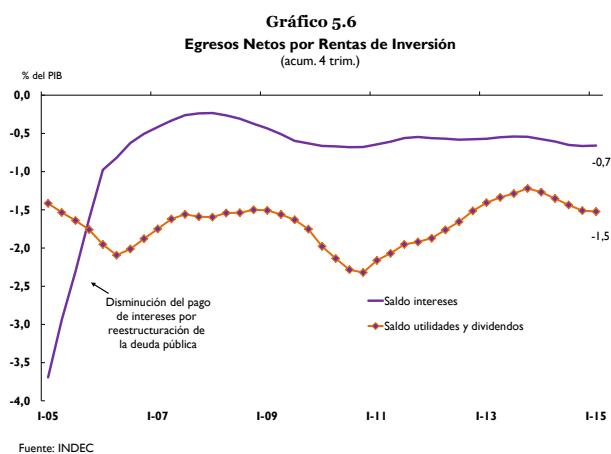
El deterioro en la comparación con el primer trimestre de 2014 (-US\$407 millones interanual –i.a.–) se debió a un menor superávit comercial y un mayor déficit de la cuenta rentas, al tiempo que el saldo negativo por servicios reales se mantuvo en niveles similares a los de los primeros meses del año previo.

El balance comercial continuó contribuyendo positivamente a las cuentas externas en el primer cuarto del año (ver gráfico 5.1). Dicho saldo fue de US\$730 millones⁴⁵, menor al de igual lapso de 2014 debido a un retroceso de las ventas externas (-US\$2.482 millones i.a.) de mayor magnitud en valores absolutos que el de las importaciones (-US\$2.371 millones i.a.). El desempeño de los flujos comerciales respondió fundamentalmente al deterioro de los términos del intercambio (-2,5% i.a.), al caer en mayor medida los precios de los principales productos de exportación del país, comportamiento en parte vinculado a la evolución de las cotizaciones internacionales de las materias primas (ver sección 7).

La balanza de servicios reales se mantuvo invariable en su comparación interanual, al registrar un déficit de US\$1.182 millones en el primer trimestre del año (ver gráfico 5.4).

A nivel desagregado, la mejora en la cuenta viajes se compensó con el menor superávit por servicios empresariales, profesionales y técnicos. El comportamiento de la cuenta viajes respondió al efecto conjunto de mayores ingresos por turismo y una reducción de los egresos por ese concepto, vinculado este último a una retracción del gasto promedio diario en dólares de los turistas argentinos en el exterior (ver gráfico 5.5). En tanto, el deterioro en los saldos por servicios empresariales, profesionales y técnicos, reflejó mayormente el aumento de los

⁴⁵ En la balanza de pagos tanto las exportaciones como las importaciones de bienes se contabilizan a valor FOB (*Free on Board*).



egresos, mientras que los ingresos por estos servicios cayeron sólo marginalmente.

La cuenta rentas registró una salida neta de US\$3.231 millones, que resultó mayor en US\$306 millones a la del primer trimestre del año previo. Esto fue consecuencia del aumento de US\$184 millones de los pagos devengados en concepto de utilidades y dividendos. Por su parte, los pagos netos de intereses disminuyeron en el período US\$51 millones, permaneciendo en niveles históricamente bajos (en torno a -0,7% del PIB en el acumulado de los últimos 4 trimestres; ver gráfico 5.6).

5.1.1 Balanza Comercial⁴⁶

En el acumulado de los primeros seis meses de 2015 las exportaciones exhibieron una caída interanual de 17,9% i.a., vinculada fundamentalmente a un retroceso de los precios (-16,2% i.a.), comportamiento que se profundizó en el segundo trimestre (19,9% i.a.; ver gráfico 5.7).

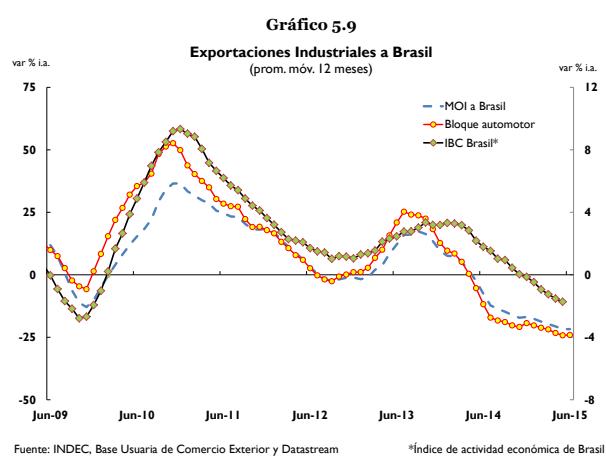
Los precios de exportación siguieron la tendencia declinante de las cotizaciones de las materias primas que se dio a partir de la segunda mitad de 2014, afectando principalmente a los Productos Primarios (PP), las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) y a los combustibles y energía (ver sección 7).

En cambio, los volúmenes comercializados, a pesar del repunte evidenciado en el segundo trimestre, acumularon una caída en los primeros seis meses del año de 1,5% i.a., ya que los mayores despachos de PP y MOA resultaron insuficientes para revertir el deterioro de los envíos de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) y de combustibles y energía (ver gráfico 5.8).

Así, en el primer semestre de 2015 las ventas externas medidas en dólares presentaron una baja generalizada en todos los rubros, siendo las de productos manufacturados, tanto de origen agropecuario como industrial, las que más contribuyeron al desempeño a nivel agregado.

Las exportaciones de MOA cayeron 18,8% i.a. durante el período de enero a junio, reflejando una fuerte disminución en los precios (-19,4% i.a.), que contrarrestó el aumento en los volúmenes enviados

⁴⁶ Salvo indicación contraria, se hace referencia a los resultados publicados por el INDEC en el comunicado de prensa sobre el Intercambio Comercial Argentino —ICA—.



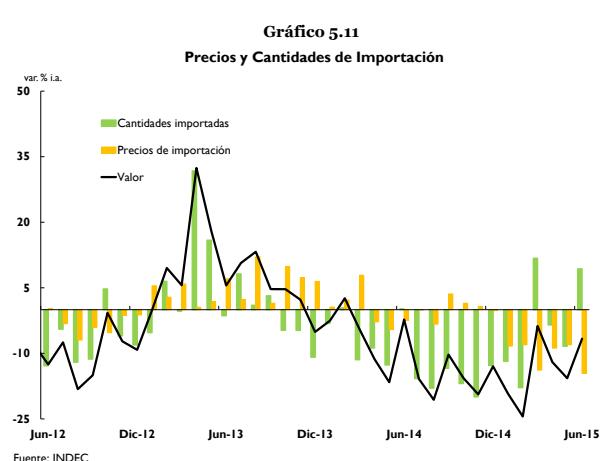
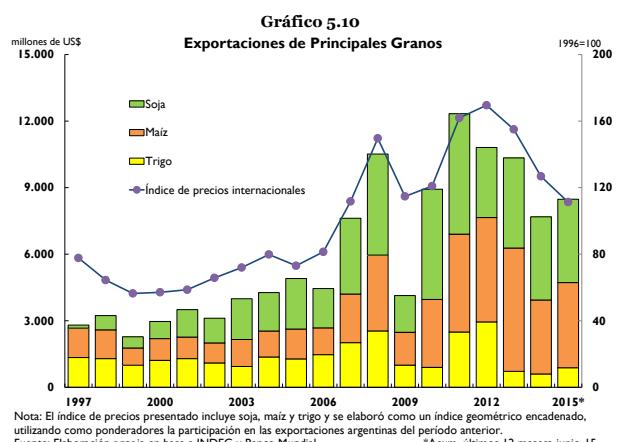
(1,8% i.a.). Esto respondió a las menores exportaciones de pellets de soja (-27,7% i.a.)⁴⁷. En igual sentido influyeron los envíos de aceite de soja (-7,5% i.a.), de productos lácteos (-33,9% i.a.) y de carnes y sus preparados (-17,8% i.a.).

Las ventas externas de MOI disminuyeron 17,9% i.a., debido a una merma en las cantidades (-16,0% i.a.), que fueron acompañadas por la evolución de los precios en igual sentido (-2,2% i.a.). Este comportamiento estuvo ampliamente difundido, destacándose por su incidencia la caída de las exportaciones de la industria automotriz, ante la menor demanda de Brasil, principal destino de los automotores y autopartes argentinos (ver gráficos 5.9). Le siguieron en importancia los productos químicos y conexos (-17,4% i.a.), en particular el biodiesel (-64,9% i.a.), ya que la menor cotización internacional del petróleo crudo y sus derivados desincentiva a utilizar este biocombustible en todo el mundo, a excepción de aquellos países que cuentan con normas de corte mínimo obligatorio. También se destacaron los menores despachos de metales comunes y sus manufacturas (-30,5% i.a.) y de máquinas y aparatos (-26,6% i.a.). Por el contrario, el subrubro piedras, metales preciosos y sus manufacturas aumentó 23,6% i.a. en la primera parte del año, por el incremento de las cantidades despachadas de oro para uso no monetario (98,5% i.a.), a partir de la puesta en funcionamiento de la mina de Cerro Negro en el segundo trimestre, lo que contrarrestó la caída en sus cotizaciones.

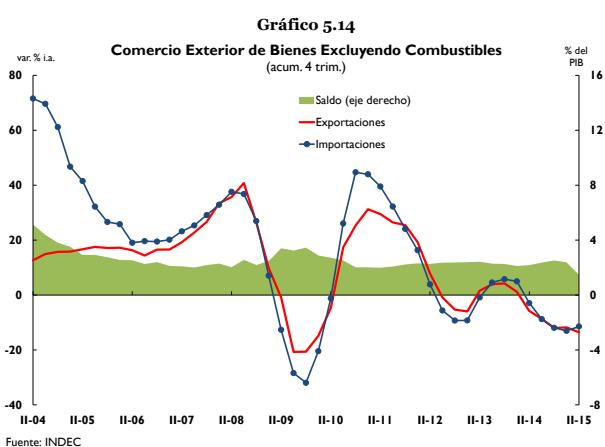
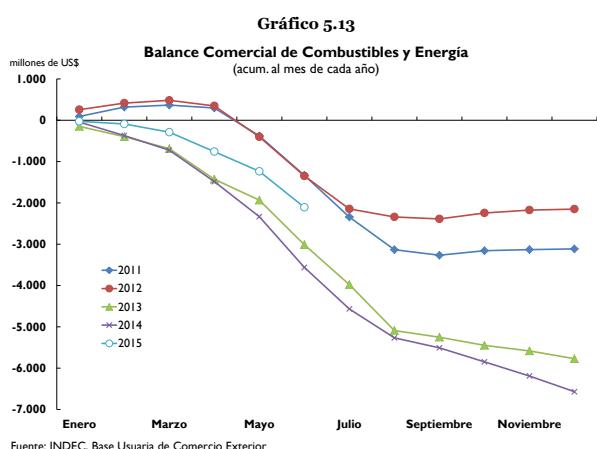
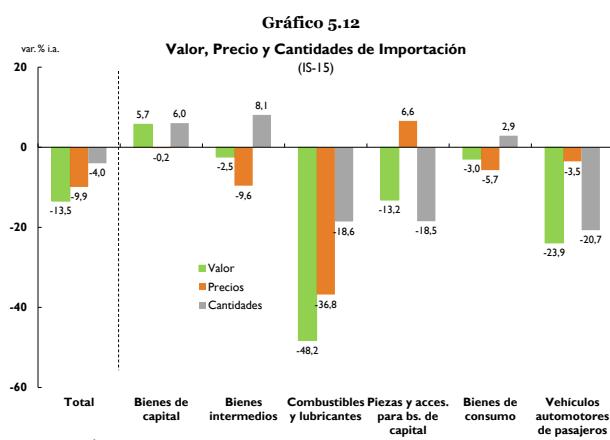
En tanto, las ventas externas de combustibles y energía se contrajeron 57,1% i.a., debido principalmente al comportamiento de los precios (-46,7% i.a.), al cual se sumó la merma en las cantidades (-17,5% i.a.). Se verificaron retracciones generalizadas, siendo las más relevantes las del petróleo crudo y de los carburantes, al impactar negativamente la evolución de la cotización del petróleo, que en su variedad Brent marcó una caída de 46,7% i.a. en el promedio de primer semestre de 2015.

Por último, las exportaciones de PP disminuyeron 1,0% i.a. en la primera mitad de 2015, afectadas por la caída de los precios de los *commodities* agrícolas (-17,2% i.a.) que compensó el fuerte aumento en las cantidades comercializadas (22,4% i.a.).

El desempeño de las cantidades estuvo correlacionado con el aumento de volumen cosechado duran-



⁴⁷ En lo que va del año el precio de este *commodity* marcó un retroceso de 30,2% en su comparación interanual (Chicago Board of Trade).



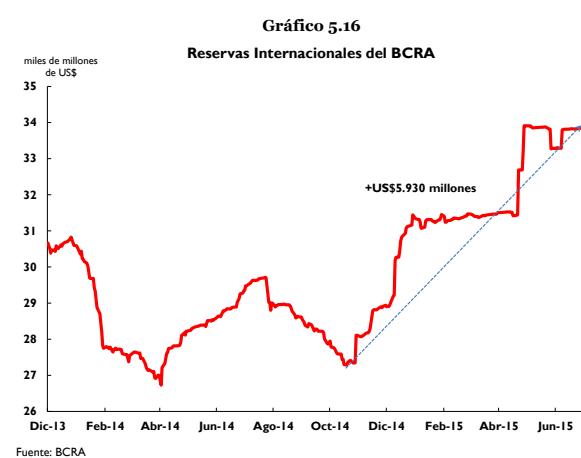
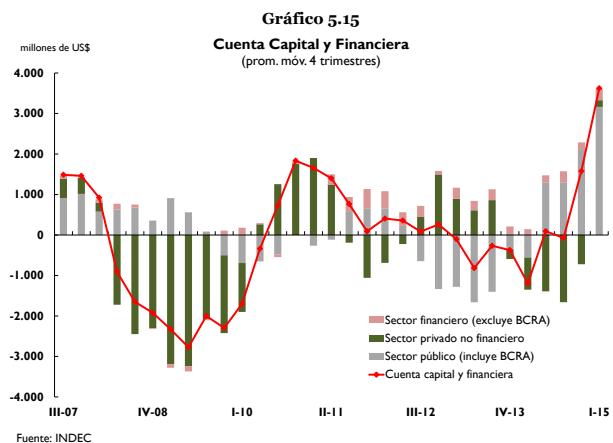
te la campaña agrícola 2014/15. Entre los principales cultivos, se elevó 131,7% i.a. el volumen embarcado de trigo, 68,4% i.a. el de maíz y 42,5% i.a. el de soja. En el caso de los cereales, a pesar de los menores precios, implicó alzas significativas en los valores exportados (de 68,6% i.a. para el trigo y de 44,0% i.a. para el maíz), mientras que en el caso de la soja la suba fue más atenuada (3,3% i.a.; ver gráfico 5.10). La mayor caída en las ventas de bienes primarios estuvo dada por el concentrado de cobre (-64,1% i.a.), originada en los menores volúmenes comercializados junto con la disminución de los precios de exportación.

Las importaciones de bienes también se contrajeron en lo que va de 2015 (-13,5% i.a.), a partir de una baja de los precios (-9,9% i.a.), acompañada por un descenso más moderado de las cantidades (-4,0% i.a.), las cuales mostraron un repunte en el margen (ver gráfico 5.11).

La caída de los precios de importación en el primer semestre del año estuvo concentrada principalmente en los combustibles y lubricantes (-36,8% i.a.) y en los bienes intermedios (-9,6% i.a.), comportamiento asociado con la disminución interanual de la cotización del petróleo.

Los usos más afectados por las mermas en cantidades fueron los vehículos automotores (-20,7% i.a.), los combustibles y lubricantes (-18,6% i.a.) y las piezas y accesorios para bienes de capital (-18,5% i.a.). Así, en el caso de los combustibles, tanto los precios como las cantidades se combinaron para que este uso (-48,2% i.a. en valores) fuera el de mayor incidencia en el desempeño general de las importaciones. Le siguieron en importancia las piezas y accesorios para bienes de capital, en particular por los menores ingresos de partes de automóviles, televisores, radios y celulares - que representaron un 61,7% del total del uso-, y los automotores (ver gráfico 5.12).

Por otro lado, los bienes de capital fueron el único uso que acumuló un aumento en valores (5,7% i.a.), reflejando el alza en las cantidades adquiridas (6,0% i.a.), impulsado por las compras de aparatos eléctricos de telefonía, de máquinas de sondeo rotativo, de grupos electrógenos y de aviones. Este incremento estaría anticipando un mejor desempeño de la inversión en el segundo trimestre del año (ver sección 3).



Como resultado de la evolución de las exportaciones y de las importaciones, en el primer semestre del año el superávit comercial totalizó US\$1.232 millones, US\$2.094 millones por debajo del registrado en el mismo período del 2014, retracción parcialmente compensada por una mejora en la balanza energética, al recortar el déficit en U\$S1.431 millones (ver gráficos 5.13 y 5.14).

5.2 Cuenta Capital y Financiera y Activos y Pasivos Externos⁴⁸

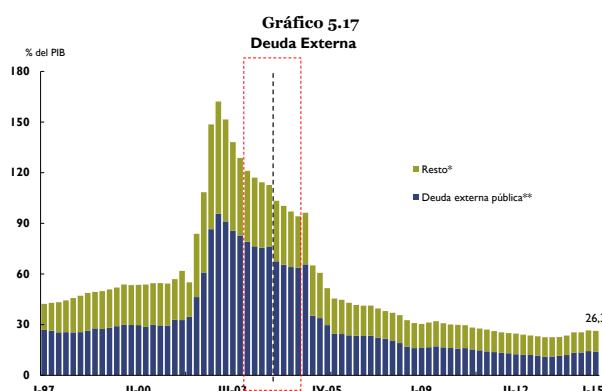
Entre enero y marzo de 2015 la cuenta capital y financiera registró un superávit de US\$5.389 millones. Dicho desempeño obedeció fundamentalmente al ingreso neto de capitales capturado por el sector bancario, principalmente por el BCRA, y por el sector privado no financiero, que pasaron de tener egresos netos por US\$604 millones y US\$2.346 millones en el primer trimestre de 2014 a presentar superávits por US\$3.186 millones y US\$1.196 millones, respectivamente. Por su parte, los ingresos netos del sector público no financiero influyeron en igual sentido, al sumar US\$997 millones (+US\$848 millones i.a.; ver gráfico 5.15).

Los ingresos netos del BCRA obedecieron principalmente al uso de parte del acuerdo del *swap* de monedas con el Banco Central de la República Popular de China. Asimismo, el flujo de capital positivo para el sector público no financiero se debió a desembolsos al gobierno nacional por US\$326 millones y emisiones de deuda —colocación del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires por US\$500 millones—. Por último, en el primer trimestre del año la inversión extranjera directa en Argentina ascendió a US\$2.760 millones por la reinversión de utilidades de las firmas con mayoría de capital extranjero, que más que compensó la formación de activos externos por parte de residentes.

Al cabo de los primeros tres meses del año, el desempeño de las operaciones registradas en el balance de pagos dio lugar a un incremento de las reservas internacionales de US\$384 millones. Cabe destacar que este resultado se profundizó en el segundo trimestre del año, acumulando en los primeros siete meses US\$2.500 millones (ver gráfico 5.16).

A fines de marzo de 2015, la deuda externa total (pública y privada) ascendió a US\$145.931 millo-

⁴⁸ Estimaciones trimestrales del Balance de Pagos del INDEC al I-15.



nes, con un incremento de US\$5.598 millones en términos interanuales, originado en mayor medida en la emisión de deuda para la compensación por la expropiación del 51% del paquete accionario de YPF a REPSOL S.A. y en la reestructuración de las obligaciones con el Club de París. En relación al tamaño de la economía, la deuda externa se elevó desde 23,6% en marzo de 2014 a 26,3% del PIB un año después, manteniéndose en niveles similares al de los años 2011-2012 y significativamente por debajo de los de la década anterior (ver gráfico 5.17).

Finalmente, a fines de 2014 la Posición de Inversión Internacional (PII) de Argentina volvió a registrar un saldo acreedor neto positivo, estimado en US\$76.821 millones (13,9% del PIB). Esto obedeció fundamentalmente a un fuerte incremento en la posición acreedora del sector privado no financiero (23,4% i.a.), sector que ha duplicado su stock de acreencias netas en los últimos cinco años. La causa principal del incremento en el activo neto a lo largo de 2014 fue la reducción de los pasivos en US\$12.233 millones debido a la valuación de los patrimonios de las empresas de inversión directa y a la expropiación del 51% de YPF S.A. Esto último implicó, como contrapartida, la emisión de títulos de carácter indemnizatorio por parte del gobierno nacional, lo que originó una contracción en la posición acreedora del sector público no financiero por US\$4.501 millones (ver gráfico 5.2).

6 Finanzas Pùblicas

La recaudación tributaria nacional exhibió una moderación en su ritmo de expansión interanual (i.a.) al crecer 32% i.a. en los primeros siete meses del año respecto de igual período de 2014. La menor tasa de crecimiento respondió principalmente al desempeño de los tributos asociados al comercio exterior —debido a los menores precios internacionales de las materias primas y la menor incidencia de la variación del tipo de cambio—, mientras que aquellos tributos ligados a las transacciones internas —como los recursos de la seguridad social, el impuesto a las ganancias y el impuesto al valor agregado— mantuvieron elevadas tasas de aumento interanual.

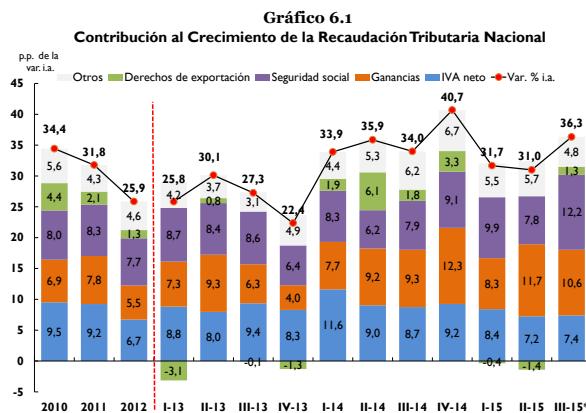
El aumento de los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) también exhibió un recorte en la tasa de aumento entre enero y junio de 2015 (29% i.a.). En tanto, las erogaciones primarias se expandieron 39% i.a., impulsadas por las prestaciones previsionales, las transferencias corrientes al sector privado —donde se incluyen las asignaciones familiares y los subsidios—, el gasto de capital y las remuneraciones. El gasto previsional se elevó 46% i.a., debido tanto a los ajustes de los montos de los haberes como a la incorporación de nuevos beneficiarios en el marco de la segunda etapa del Plan de Inclusión Previsional. Las transferencias corrientes al sector privado continuaron mostrando un ritmo de crecimiento más contenido que en 2014, evolución que respondió parcialmente a la incidencia de los menores precios internacionales del petróleo sobre los subsidios energéticos. Por otra parte, el gasto de capital se expandió 55% i.a.

El resultado primario del SPNF representó aproximadamente -1,9% del PIB en los últimos doce meses a junio pasado, mientras que el déficit financiero se ubicó cerca de 3,7% del Producto en igual período.

El Tesoro Nacional (TN) continuó afrontando sus necesidades de financiamiento a partir de colocaciones de instrumentos en el mercado y utilizando fuentes provenientes del resto del sector público. En 2015, el fondeo acumulado en las licitaciones de bonos realizadas superó los \$64.000 millones —con información al 19 de agosto—, sumando las colocaciones en moneda nacional y en dólares.

La Deuda Pública Nacional totalizó US\$221.748 millones a diciembre de 2014 —última información disponible—, representando 43% del Producto (+4,2 puntos porcentuales del PIB i.a.), relación que se ubica en línea con el promedio de los países emergentes. La proporción de la deuda en mano de acreedores privados —considerada de mayor riesgo de refinanciación— ascendió a 10,9% del Producto en igual período, de la cual sólo 8,9 puntos porcentuales del PIB corresponden a obligaciones denominadas en moneda extranjera.

Respecto de las finanzas públicas provinciales, los recursos tributarios propios de los distritos subnacionales crecieron 32% i.a., durante el primer semestre del año, por debajo del ritmo exhibido durante 2014, mientras que entre enero y junio de 2015 los giros de recursos totales de origen nacional se expandieron alrededor de 39% i.a.

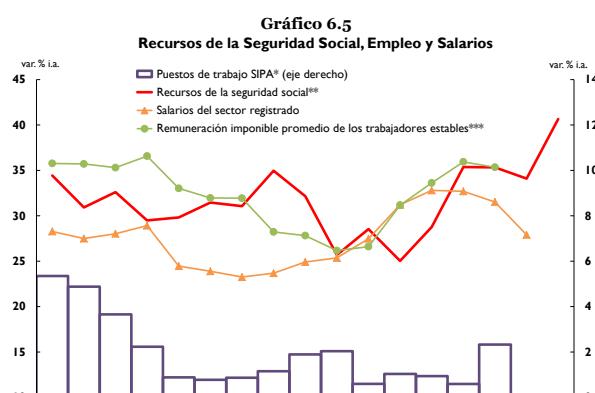
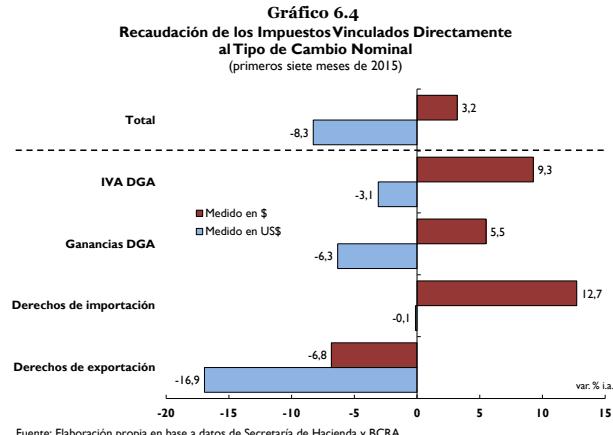
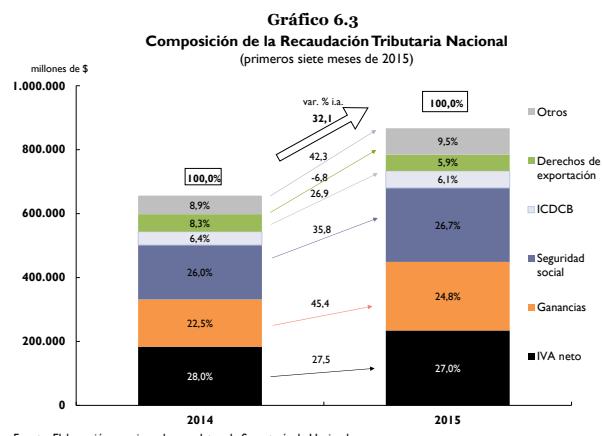


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda



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

*Datos al jul-15



6.1 Ingresos

Durante los primeros siete meses de 2015 la recaudación tributaria nacional desaceleró su ritmo de expansión respecto de 2014, al crecer 32% interanual (i.a.), aunque en los meses más recientes se observó cierta recuperación (ver gráficos 6.1 y 6.3). El impulso en lo que va del año provino principalmente de los gravámenes ligados a las transacciones internas, al tiempo que aquellos impuestos asociados al comercio exterior registraron una moderación en su tasa de aumento o una disminución interanual (ver gráfico 6.4).

Entre enero y julio de 2015 los recursos de la seguridad social se elevaron 36% i.a., por encima de la suba registrada en 2014 (29% i.a.). Continuaron incidiendo sobre su comportamiento el incremento de los salarios y la suba de la base imponible máxima para el cálculo de los aportes (ver gráfico 6.5). En marzo de 2015, dicha base se elevó de acuerdo a la indexación del tope por la movilidad previsional⁴⁹, así como en marzo y en septiembre del año 2014. Además, pudo haber incidido positivamente el régimen de facilidades de pago⁵⁰ de deudas impositivas, aduaneras y previsionales cuya adhesión regía hasta junio de 2015.

En los primeros siete meses, la recaudación asociada al impuesto a las ganancias creció 45% i.a., una suba de igual magnitud a la observada durante 2014. Influyeron de manera positiva los mayores ingresos por regímenes de retenciones y percepciones, en el marco de impuestos determinados crecientes, y superiores montos de transacciones y remuneraciones imponibles (ver gráfico 6.6). En sentido opuesto, la evolución de este gravamen se vio afectada por el cómputo de mayores montos por aportes al sistema de seguridad social. La suba se vio atenuada por las modificaciones en el régimen para personas físicas⁵¹.

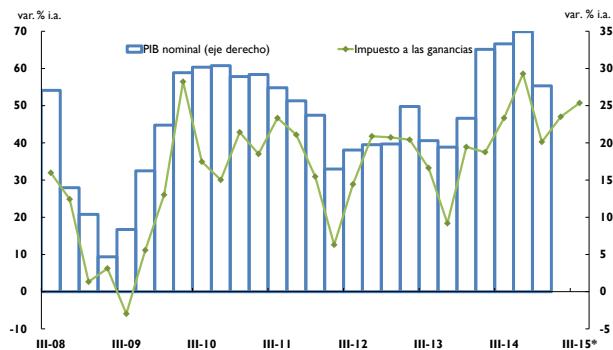
El Impuesto al Valor Agregado –IVA– bruto, es decir sin descontar las devoluciones, subió 28% i.a. en el período bajo análisis, exhibiendo una menor tasa de expansión que a lo largo de 2014 (33% i.a.) y en línea con el desempeño del consumo privado nominal (ver gráfico 6.7).

⁴⁹ A partir de los salarios devengados en marzo de 2014 la base imponible máxima pasó de \$28.000 mensuales a \$31.168 (+11,31%; Resolución ANSeS N°27/2014) y a partir de septiembre de ese año aumentó hasta \$36.531 (+17,21%; Resolución ANSeS N°449/2014). En marzo de 2015 ascendió a \$43.202 (18,26%; Resolución ANSeS N°42/2015).

⁵⁰ El plan incluía la posibilidad de saldar la deuda en 24 cuotas consecutivas con un interés de 1,9% mensual.

⁵¹ A principios de mayo de 2015, el gobierno nacional anunció una modificación de las deducciones sobre el impuesto para personas físicas con remuneraciones mensuales brutas (entre enero y agosto de 2013) entre \$15.000 y \$25.000.

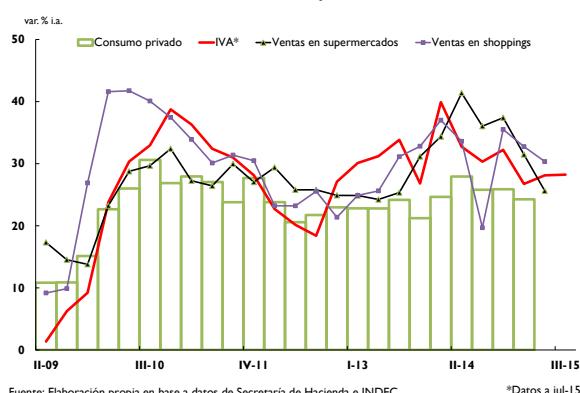
Gráfico 6.6
Impuesto a las Ganancias y PIB nominal



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

*Datos a jul-15

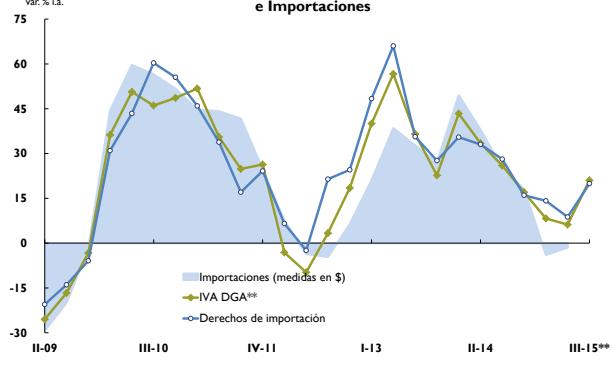
Gráfico 6.7
Recaudación de IVA y Consumo Privado



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

*Datos a jul-15

Gráfico 6.8
Recaudación de Tributos Ligados a las Compras Externas e Importaciones

*Dirección General de Aduanas (exc. devol.) **Datos a jul-15
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

Si bien la recaudación asociada a las importaciones (el IVA recaudado por la Dirección General de Aduanas —DGA— y los derechos de importación) desaceleró fuertemente su tasa de aumento interanual en relación a 2014, en el margen se registró cierta recuperación, en línea con la evolución del monto de las compras externas expresado en moneda nacional (ver gráfico 6.8 y sección 5).

Tras aumentar 52% i.a. en 2014, los derechos de exportación cayeron 7% i.a. entre enero y julio de 2015, influidos mayormente por los menores precios internacionales de las materias primas (particularmente de la soja y del petróleo; ver gráfico 6.9 y sección 7). Además, impactó sobre ese comportamiento la depreciación más acotada del tipo de cambio y —en menor medida— las modificaciones normativas que redujeron desde inicios de 2015 la alícuota sobre las ventas externas de petróleo crudo desde 14,3% hasta 1%⁵².

Los ingresos provenientes del impuesto sobre los combustibles evidenciaron un alza de 59% i.a., por encima de la expansión registrada en 2014, debido en gran parte a los mayores precios internos de los mismos (ver sección 7). El desempeño interanual del tributo se vio atenuado en parte por la exención del gravamen sobre el biodiesel que rige desde fines de junio de 2014⁵³.

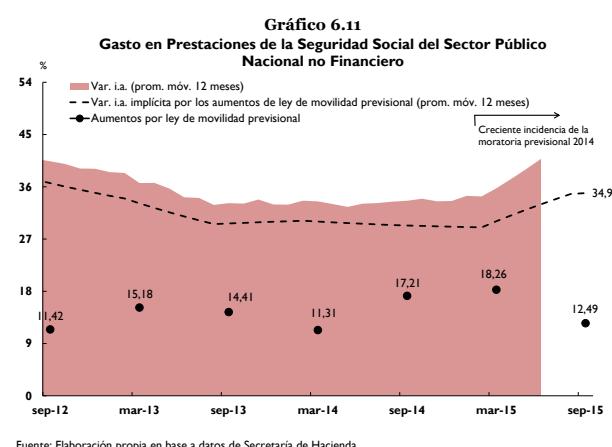
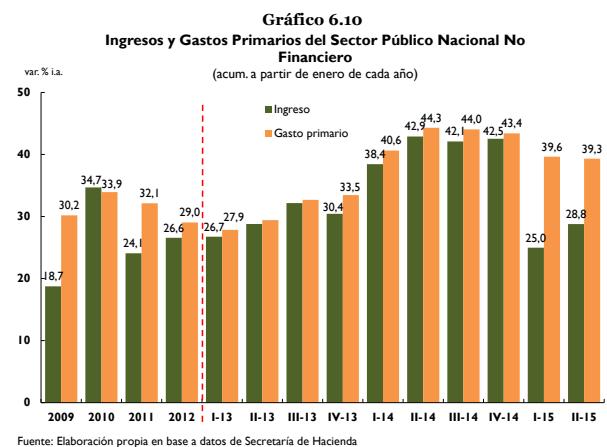
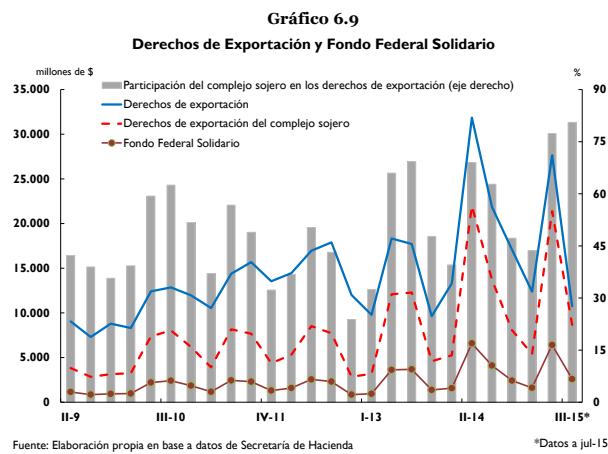
Finalmente, en el transcurso de 2015 los recursos por el impuesto a los créditos y débitos en cuentas bancarias exhibieron una suba de 27% i.a., por debajo del alza verificada en 2014 (36% i.a.).

Los ingresos no tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) crecieron 29% i.a. durante el primer semestre, en línea con la evolución de la recaudación tributaria nacional en ese período (31% i.a.). La mayor desaceleración registrada en los recursos propios del SPNF respondió fundamentalmente a lo sucedido con las rentas de la propiedad asociadas principalmente a las utilidades del BCRA y a las rentas del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la Administración Nacional de la Seguridad Social (FGS-ANSes).

Durante los primeros siete meses de 2015 el BCRA giró \$33.700 millones al Tesoro Nacional (TN) en concepto de utilidades —correspondientes al ejerci-

⁵² Resolución N°1077/2014 del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

⁵³ Ley N°26942/2014. Esta medida se potenció con los incrementos del porcentaje mínimo de participación del bioetanol (biocombustible que está exento de impuestos) en las naftas del 5% al 8,5% a partir de fines de septiembre de 2014, al 9% a partir de octubre, al 9,5% a partir de noviembre y al 10% desde diciembre de ese mismo año (Resolución N°44/2014 de la Secretaría de Energía).



⁵⁴ En el marco de la ley de movilidad previsional, los jubilados y pensionados percibieron una suba de los montos de los haberes a partir de marzo de 2014 de 11,31% y de 17,21% en septiembre de ese año. En tanto, en marzo de 2015 el incremento fue de 18,26%.

⁵⁵ Ley N°26970.

cio 2014—, en tanto que entre enero y julio de 2014 había transferido \$36.550 millones por este concepto. Finalmente, en el acumulado de los primeros seis meses del año, los datos disponibles dan cuenta de que el FGS-ANSeS había computado rentas de la propiedad por cerca de \$24.000 millones, unos \$2.700 millones por encima de lo registrado en igual período de 2014.

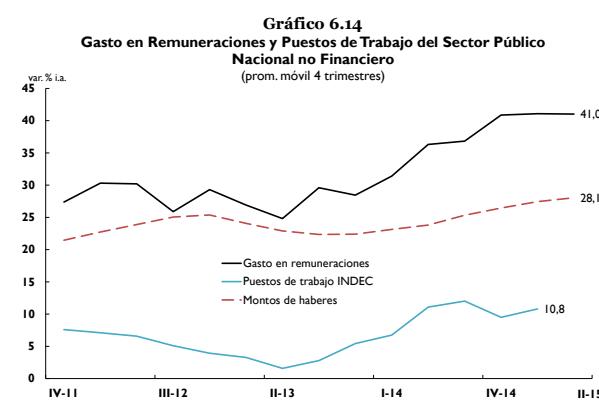
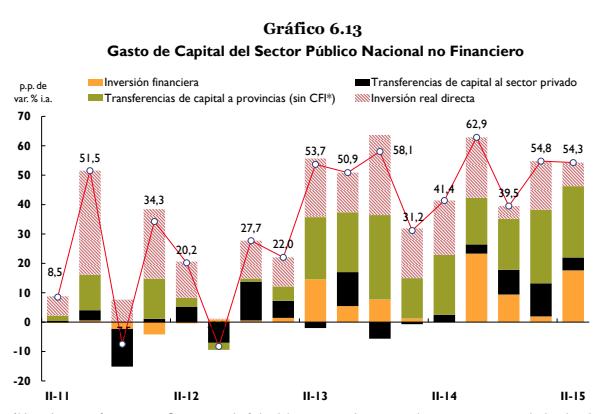
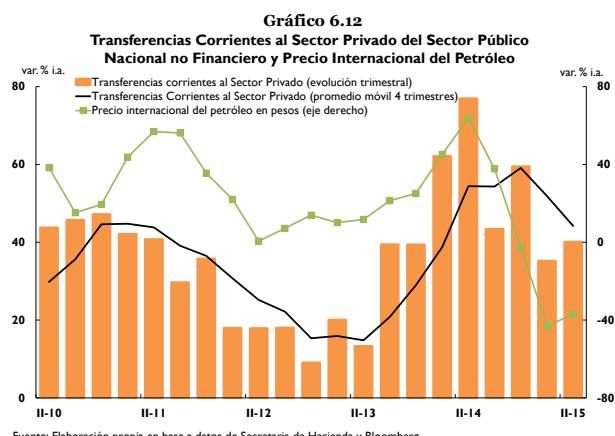
6.2 Gasto y Resultados

Los gastos primarios del SPNF continuaron creciendo con tasas cercanas al 39% i.a., por encima del incremento de los ingresos (ver gráfico 6.10). Las prestaciones previsionales, las transferencias corrientes al sector privado (que incluyen las asignaciones familiares y los subsidios), el gasto de capital y las remuneraciones a los empleados públicos dieron cuenta nuevamente de la mayor parte del alza interanual de las erogaciones primarias (ver gráfico 6.2).

Los pagos previsionales aumentaron 46% i.a. entre enero y junio de 2015, tasa superior al alza aplicada en los montos de los haberes⁵⁴ (ver gráfico 6.11). Este desempeño se debió en parte a la mayor cantidad de beneficiarios, en particular por la adhesión a la moratoria previsional de 2014, a la cual se acogieron al menos 517.000 beneficiarios de jubilaciones y pensiones que estaban excluidos del sistema por no poseer suficientes años de aportes acreditados. Cabe agregar que desde marzo comenzó a incidir el nuevo ajuste de 18,26% en los montos de los beneficios, el más alto desde la sanción de la ley (alcanzando a 7,6 millones de beneficios)⁵⁵. Teniendo en cuenta la fuerte adhesión a la segunda etapa del Plan de Inclusión Previsional y el ajuste en los haberes de 12,49% a partir de septiembre de 2015, se prevé que estas erogaciones sostengan un elevado ritmo de suba en lo que resta de 2015.

Los giros corrientes al sector privado aumentaron 38% i.a. en los primeros seis meses de 2015, luego de haber registrado una suba de 59% i.a. en 2014 (ver gráfico 6.12).

El alza continuó respondiendo fundamentalmente al incremento de las erogaciones de carácter social y a los subsidios al consumo de servicios públicos. Entre las primeras se encuentran las coberturas



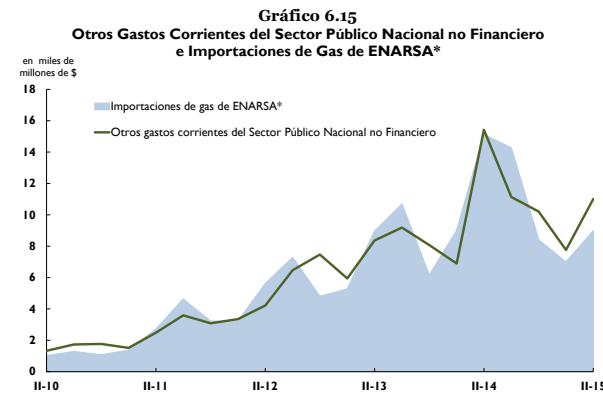
⁵⁶ Dentro de este concepto se incluyen las transferencias del Fondo Federal Solidario (FFS) —que reparte entre las provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires el 30% de la recaudación de los derechos de exportación del complejo sojero— que se contrajeron 2% i.a. durante los primeros seis meses de 2015.

asistenciales brindadas por el PAMI y las asignaciones familiares (incluyendo la Asignación Universal por Hijo para Protección Social —AUH—). Además, incluye la ejecución del Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROGRESAR).

En cuanto a los subsidios, los mismos se concentran mayormente en aquellos destinados al consumo de energía y —en menor medida— al transporte público de pasajeros. Con relación a los primeros, el alza de los mismos habría sido atenuada por la caída de los precios internacionales de los hidrocarburos. Este efecto podría haberse visto parcialmente contrarrestado por la atención de las obligaciones asociadas a la implementación del nuevo cuadro tarifario teórico de la energía eléctrica para las distribuidoras reguladas por el Ente Regulador de la Energía Eléctrica (ENRE), cuya vigencia operó en forma retroactiva a febrero de 2015 (ver sección 7). En el mismo sentido habría influido el hecho de que desde inicios de abril el gobierno nacional dio nueva forma al subsidio al consumo domiciliario de gas en garrafas, destinando la asistencia financiera de manera directa —a través de la ANSeS— a unos 2,5 millones de hogares de menores recursos (Programa HOGAR).

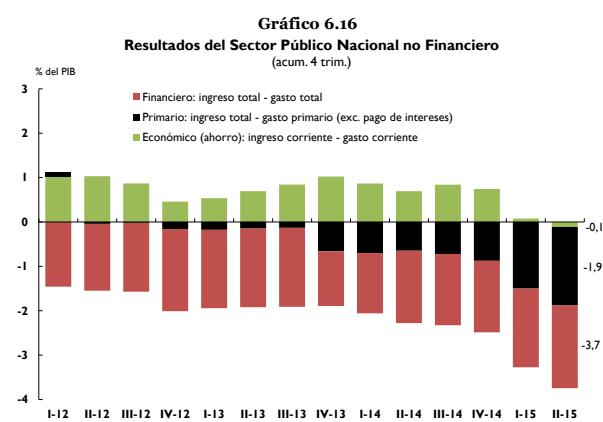
Para los próximos meses se espera que incida sobre el desempeño de las transferencias al sector privado el aumento anunciado a fines de junio de 30% de las asignaciones familiares, lo que implicó que el monto del beneficio máximo por hijo se elevara hasta \$837 mensuales, al tiempo que se actualizaron los rangos de ingresos que permiten acceder al beneficio a los asalariados del sector formal de la economía. Cabe mencionar que recientemente se aprobó la ley de movilidad de las asignaciones familiares, que aplicará a partir de marzo de 2016 el mismo porcentaje de ajuste semestral que se utiliza para la actualización de los montos de las jubilaciones y pensiones del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA; ver apartado 2).

En los primeros seis meses de 2015, las erogaciones de capital acumularon una expansión de 55% i.a., impulsadas por las transferencias de capital a las provincias (59% i.a.)⁵⁶, la inversión real directa (25% i.a.), la inversión financiera (229% i.a.; mayormente asociada a los aportes de capital al PROCREAR) y los giros de capital al sector privado (103% i.a.; ver gráfico 6.13).



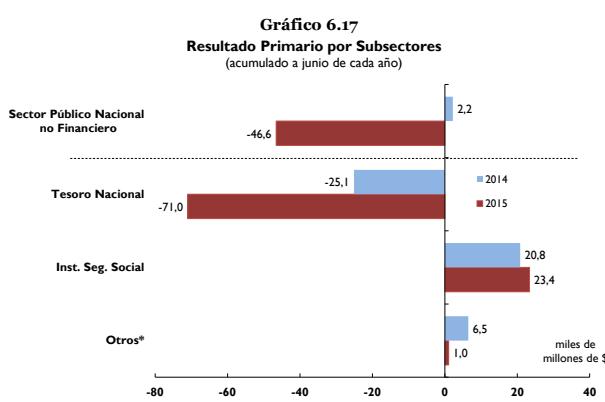
El gasto en remuneraciones a los empleados del SPNF se expandió 38% i.a. entre enero y junio debido tanto a los aumentos salariales otorgados⁵⁷, como al incremento del empleo público (ver gráfico 6.14).

En el transcurso de los primeros seis meses de 2015, a diferencia de lo observado durante el año previo, los gastos asociados a las importaciones de gas por parte de la Empresa de Energía Argentina S.A. (ENARSA) para el abastecimiento del mercado interno registraron una caída de 16% i.a. (38% i.a. en 2014; ver gráfico 6.15). Este comportamiento se explicó fundamentalmente por la caída interanual del precio internacional de los productos energéticos.



Cabe resaltar que se anunciaron medidas fiscales orientadas a brindar una ayuda económica a los afectados por las recientes inundaciones. Por un lado, se reforzó el ingreso de jubilados, pensionados y titulares de pensiones no contributivas damnificados a partir del otorgamiento de dos haberes mínimos adicionales. Por el otro, se duplicó durante tres meses el monto de las asignaciones familiares por hijo, de los beneficios del PROGRESAR y de las prestaciones por desempleo para aquellos afectados por la catástrofe.

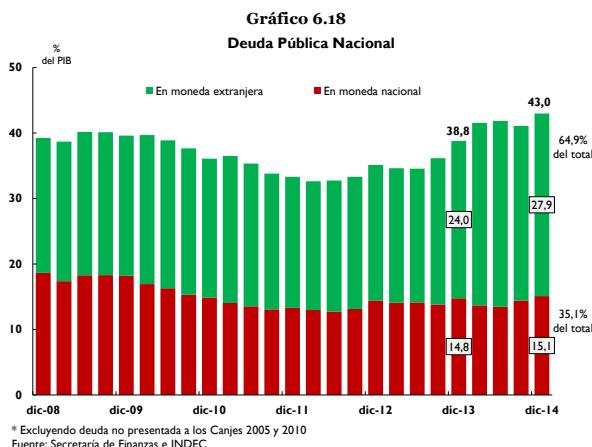
Como consecuencia de la evolución del total de los ingresos y del gasto primario se verificó un aumento del déficit primario, el cual representó cerca de 1,9% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses a junio de 2015 (ver gráfico 6.16).



Entre enero y junio de 2015, los intereses de la deuda pública aumentaron 53% i.a. Este aumento respondió en parte al pago de los servicios del bono Descuento con vencimiento contractual a fines de 2014 (efectuado el primer día hábil de 2015 como consecuencia del asueto administrativo del 31 de diciembre) así como al primer pago de intereses de la deuda reestructurada con el Club de París. También impactaron sobre el aumento de los intereses la suba del tipo de cambio, la atención de servicios correspondientes al mayor stock de deuda y una tasa de interés efectiva superior a la de un año atrás.

El déficit financiero del SPNF (una vez considerado el pago de intereses de la deuda) alcanzó cerca del

⁵⁷ Para 2015 el acuerdo paritario consistió en un aumento de 27,4% que se efectivizó en dos partes: 17,4% a partir de junio y 10% desde agosto, éste último sobre el sueldo de mayo de 2015.



3,7% del Producto en los últimos doce meses a junio de 2015.

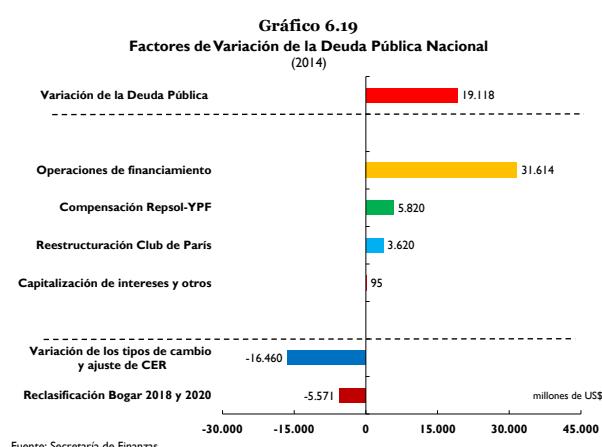
A nivel de subsectores, entre enero y junio de 2015 se observó un mayor déficit primario del TN, que fue parcialmente compensado por los excedentes de las instituciones de la seguridad social, siendo estos levemente superiores a los del mismo período de 2014 (ver gráfico 6.17).

6.3 Deuda Pública Nacional y Financiamiento

La Deuda Pública Nacional (DPN) totalizó US\$221.748 millones a diciembre de 2014 —última información disponible—, equivalente al 43% del Producto (27,9% del PIB correspondió a obligaciones en moneda extranjera, los cuales representan un 65% del total de la deuda; ver gráfico 6.18). El incremento nominal interanual de la deuda fue de US\$19.118 millones, implicando una suba durante 2014 de la relación DPN/PIB de 4,2 puntos porcentuales —p.p.— fundamentalmente por la disminución del Producto medido en dólares corrientes.

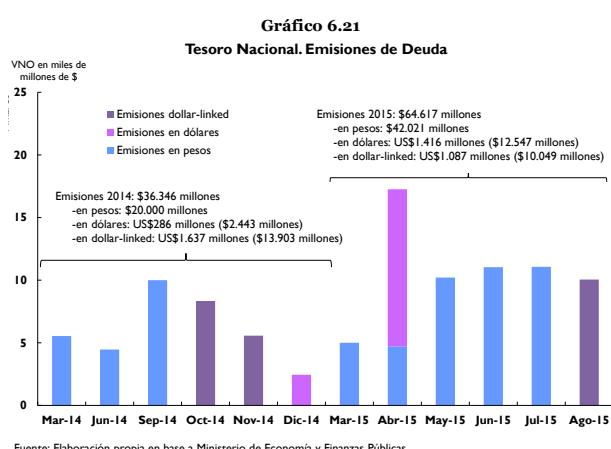
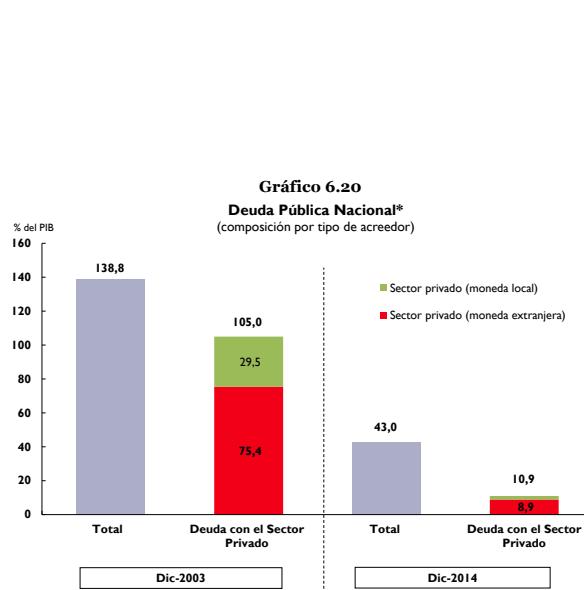
Entre enero de 2013 y diciembre de 2014, la DPN aumentó principalmente a partir de las operaciones de financiamiento —que totalizaron alrededor de US\$31.600 millones—, de la compensación a la empresa REPSOL⁵⁸, que generó un incremento de las obligaciones del sector público por US\$5.820 millones, y de la regularización de la deuda elegible en el marco del Club de París⁵⁹ (+US\$3.620 millones; ver gráfico 6.19). Entre los factores que influyeron a la baja sobre la deuda medida en dólares estadounidenses se encuentran la variación de los tipos de cambio y el ajuste por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER; -US\$16.460 millones) y la reclasificación de los bonos garantizados Bogar 2018 y Bogar 2020 dispuesta en el marco del Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas (-US\$5.571 millones).

En cuanto a la composición de la deuda pública por tipo de acreedor, a fines de 2014 sólo la porción del stock equivalente a 10,9% del PIB correspondía a obligaciones públicas en tenencia del sector privado —considerado como el acreedor con mayor riesgo de refinanciación—. De esta deuda, 8,9 p.p. del Producto correspondían a obligaciones denominadas en moneda extranjera (ver gráfico 6.20). Así, la



⁵⁸ Resolución N°26/2014 de la Secretaría de Finanzas.

⁵⁹ Resolución N°382/2014 del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. Para mayor información ver el **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria** del BCRA correspondiente a agosto de 2014.



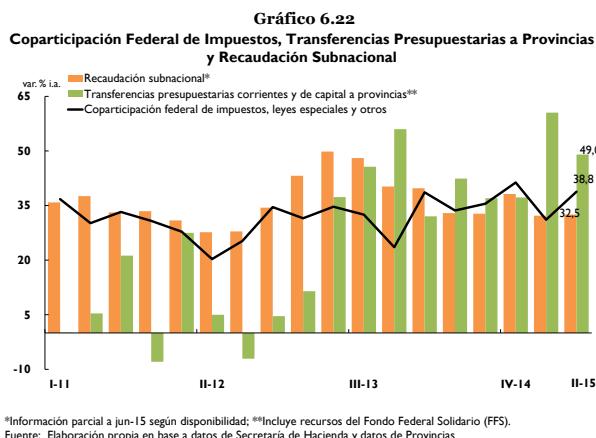
deuda pública en manos de acreedores privados redujo su participación sobre el total de la deuda soberana desde cerca de 75% a fines de 2003 hasta 25% en diciembre de 2014.

La política de financiamiento llevada a cabo en lo que va del año mantuvo características similares a la implementada durante 2014, lo que habría permitido sostener una composición favorable de la deuda pública. En efecto, en el transcurso de 2015, el TN siguió afrontando sus necesidades de financiamiento con fuentes provenientes del resto del sector público a lo que se sumaron diversas colocaciones de instrumentos en el mercado. Entre enero y julio el financiamiento neto a través de Adelantos Transitorios (AT) del BCRA totalizó \$30.900 millones. Adicionalmente, la integración de reservas internacionales de libre disponibilidad para pagos de servicios de deuda en tenencia de acreedores privados —Fondo de Desendeudamiento Argentino (FONDEA)— sumó aproximadamente US\$1.955 millones. Además, el TN continuó obteniendo financiamiento neto de otras agencias del sector público no financiero y del Banco de la Nación Argentina.

El TN siguió licitando en el mercado instrumentos de deuda. Así, en lo que va del año se efectuaron diez licitaciones de títulos públicos en el mercado local por un total en Valor Nominal Original (VNO) superior a los \$64.000 millones —con información al 19 de agosto—, sumando las colocaciones en moneda nacional y en dólares (ver gráfico 6.21). Se continuaron utilizando los instrumentos en pesos que se presentaron a principios de este año: Bonos del Tesoro Nacional (BONAC) marzo 2016, septiembre 2016 y mayo 2016, junto con la emisión de un nuevo BONAC julio 2016. Este último instrumento paga intereses de acuerdo a la tasa de LEBAC en pesos a 252 días. A su vez se efectuaron dos licitaciones de títulos públicos denominados en dólares: el Bono de la Nación Argentina en dólares 2024 (BONAR US\$ 2024) y el Bono de la Nación Argentina vinculados al dólar 2017 —siendo éste último un instrumento de tipo *dollar-linked*, es decir que se suscribe y abona en pesos—. El VNO colocado por este último instrumento ascendió a US\$1.087 millones.

6.4 Finanzas Públicas Subnacionales

Durante los primeros seis meses de 2015, los recursos tributarios propios de los distritos subnacionales —con información parcial— registraron un menor ritmo



de expansión que el exhibido durante 2014, al elevarse cerca de 32% i.a.

Los recursos totales de origen nacional transferidos a los distritos aumentaron 39% i.a. entre enero y junio. Sobre esta evolución influyeron básicamente los recursos tributarios de origen nacional girados automáticamente a las provincias, los cuales aumentaron 35% i.a., en línea con la evolución de la recaudación nacional del IVA y del impuesto a las ganancias.

En los primeros seis meses de 2015 las transferencias presupuestarias de la Nación a las provincias se incrementaron 54% i.a.: 59% i.a. las destinadas a financiar gastos de capital –92% i.a. sin considerar el FFS– y 40% i.a. las corrientes, variaciones que en ambos casos continúan encontrándose por encima de las observadas en 2014 (ver gráfico 6.22).

Nuevamente, se dispuso la extensión del esquema de refinanciación de las deudas provinciales con la Nación con la mayoría de las provincias para el tercer trimestre de 2015⁶⁰.

Finalmente, en lo que respecta a colocaciones en el mercado de capitales de instrumentos denominados en dólares o atados a la cotización de esta moneda (*dollar-linked*) de deuda provincial, a las tres emisiones registradas durante el primer trimestre de 2015 realizadas por la Ciudad Autónoma de Buenos Aires se sumaron dos nuevas, llevadas a cabo por la provincia de Buenos Aires. En junio, esta provincia colocó US\$500 millones a 6 años de plazo con un rendimiento implícito de 10,3% en instrumentos nominados en dólares (ver cuadro 6.1). Además, realizó una colocación internacional correspondiente a un canje en dólares por Títulos de Deuda Pública de la Provincia de Buenos Aires al 11,75% con vencimiento en 2015⁶¹ por un monto de US\$400 millones, en la cual no se informó el rendimiento.

Cuadro 6.1
Colocaciones de Bonos en Dólares y Vinculados al Dólar (*dollar-linked*) de Distritos Subnacionales

Fecha colocación	Provincia	Moneda	Monto en millones moneda original	Plazo original (años)	Rendimiento de colocación
ene-15	CABA	<i>dollar-linked</i>	36,9	1,8	4,8%
feb-15	CABA	dólar	500,0	6,0	9,0%
mar-15	Chubut	<i>dollar-linked</i>	88,9	6,0	4,5%
jun-15	PBA	dólar	500,0	6,0	10,3%
jun-15 (*)	PBA	dólar	400,0	6,0	n.d.
Acum. 2015			1.525,8		

(*) Colocación internacional correspondiente a un canje.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de las provincias

⁶⁰ Resolución N°673/2015 del Ministerio de Economía y Finanzas Pùblicas.

⁶¹ Cuyo código de cotización en la bolsa es BP15.

7 Precios

El Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB se elevó 24,3% interanual (i.a.) durante el primer trimestre del año, desacelerándose respecto del trimestre previo. Este comportamiento respondió a una menor tasa de crecimiento generalizada a nivel de componentes de la demanda. Por el lado de la oferta, la desaceleración respondió mayormente a los precios de los servicios, y más particularmente al comercio mayorista y minorista.

En los primeros siete meses del año, los precios mayoristas, minoristas y los costos de la construcción mantuvieron una tasa de expansión media mensual acotada, con una desaceleración generalizada en términos interanuales. Mientras que los precios mayoristas crecieron en torno a 12% i.a. a fines del mes de julio, el Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano marcó un incremento de 14,8% i.a.. La desaceleración en el ritmo de suba de los precios minoristas se debió fundamentalmente a lo sucedido con los precios de los alimentos y bebidas y del transporte y comunicaciones, en ambos casos por su elevada participación en la canasta.

En los meses más recientes la tasa de crecimiento interanual de los salarios se estabilizó en torno a 29%, tras la desaceleración observada desde inicios de año. Este comportamiento se explicó por el mayor aumento mensual producto de los ajustes aplicados en el marco de los acuerdos paritarios alcanzados, que cerraron con cierto rezago respecto de 2014. Al respecto, los gremios de mayor cantidad de afiliados lograron pautas de incremento del orden del 28% (que incluyeron además en muchos casos pagos de sumas fijas y adicionales, entre otros). En la generalidad de los casos la integración fue en cuotas, al igual que lo ocurrido el año previo.

Los precios internacionales de las materias primas continuaron disminuyendo en el margen, frente a una apreciación generalizada del dólar estadounidense y la abundante oferta de estos bienes, con niveles récord de producción e inventarios. Sobre los productos industriales también presionó a la baja la débil demanda asociada al desempeño económico global. Con la excepción del petróleo, durante el semestre se verificaron descensos en todos los índices de precios de las principales materias primas, especialmente en las industriales. Sin embargo, más recientemente, también se observó una disminución de los precios del petróleo crudo originada por la persistencia del escenario de abundancia global y el avance de las negociaciones sobre el desarme nuclear de Irán; estas últimas llevarían a la eliminación de las sanciones comerciales que limitaron su comercio internacional, en particular las exportaciones de crudo.

Gráfico 7.1
IPCNu. Nivel General

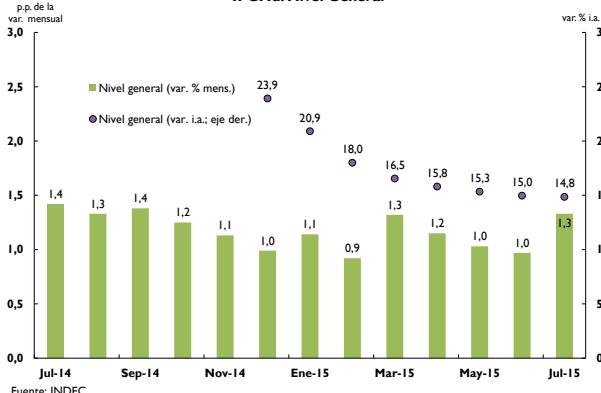
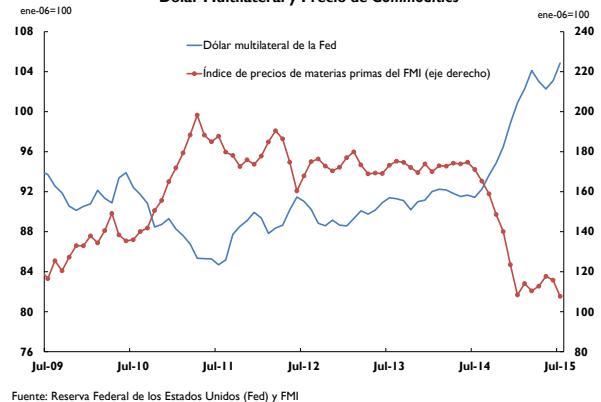
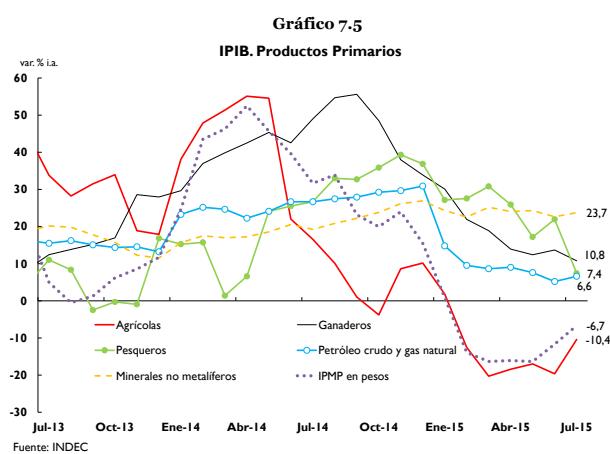
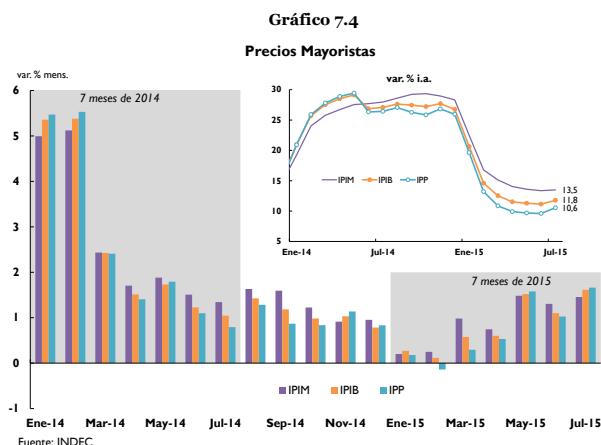
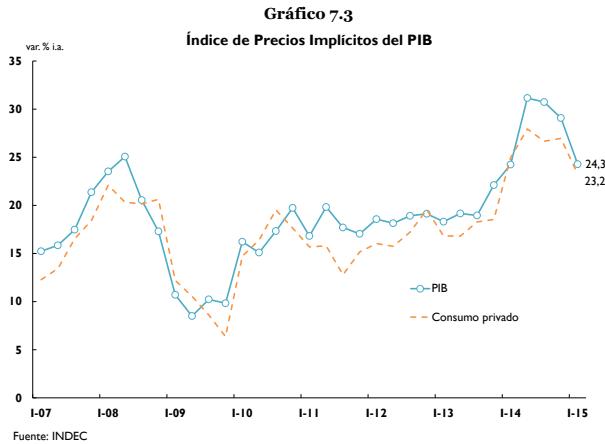


Gráfico 7.2
Dólar Multilateral y Precio de Commodities



7.1 Precios Implícitos del Producto



Durante el primer trimestre de 2015, el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB⁶² aumentó 24,3% interanual (i.a.), desacelerándose respecto de los trimestres previos, en los que había alcanzado tasas cercanas al 30%.

Por el lado de la demanda, todos los componentes redujeron su ritmo de aumento interanual, alcanzando el deflactor del consumo privado una suba de 23,2% i.a. en el primer trimestre del año (ver gráfico 7.3). Por el lado de la oferta, la menor tasa de aumento respondió fundamentalmente a los precios de los servicios (22,8%), y más particularmente al comercio mayorista y minorista.

La trayectoria evidenciada por el IPI del PIB durante el primer cuarto del año se habría mantenido en los meses subsiguientes, según se desprende del comportamiento de indicadores parciales de precios, tales como los índices mayoristas, minoristas y los costos de la construcción.

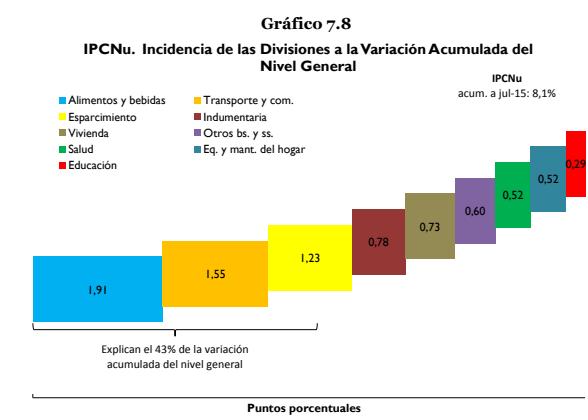
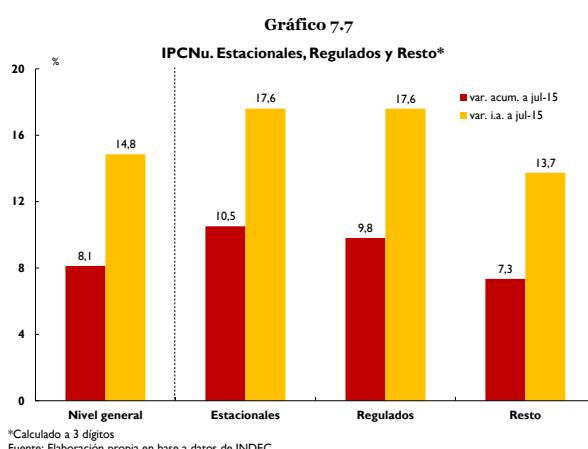
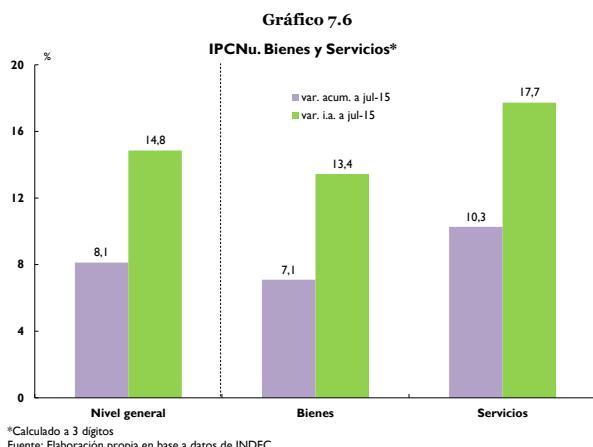
7.2 Precios Mayoristas

Los precios mayoristas mantuvieron su tendencia de desaceleración de la tasa de crecimiento interanual a lo largo de 2015, estabilizándose en el margen. Sobre el menor ritmo de suba interanual influyó el bajo dinamismo mensual en los primeros meses del año en relación a igual período de 2014.

Durante los primeros siete meses de 2015 los diversos indicadores de precios mayoristas acumularon alzas de entre 5% y 7%, en tanto que en su comparación interanual alcanzaron al séptimo mes del año subas que en promedio rondaron el 12% (ver gráfico 7.4).

Dentro del Índice de Precios Internos Básicos (IPIB), los bienes manufacturados fueron los que registraron el mayor crecimiento en lo que va de 2015 (8,3%), alcanzando una tasa interanual de 15,5%. Los precios de los productos primarios se mantuvieron prácticamente inalterados respectos de diciembre último. Este desempeño se explicó básicamente por la caída acumulada en el año de los precios de los bienes agrícolas (-3,0%) y del petróleo y gas (-2,0%), que fue compensada por el incremento del resto de los componentes. En términos interanuales se destaca la contracción de 10,4% en los precios de los pro-

⁶² El deflactor del PIB es un índice tipo Paasche (de cantidades móviles), mientras que los índices que miden precios mayoristas, minoristas y los costos de la construcción son de tipo Laspelyres (de cantidades fijas).



ductos agrícolas (ver gráfico 7.5). Finalmente, los importados acumularon un incremento de 5,1% a julio, con un alza interanual de 10,5% a fin del mismo período.

7.3 Precios Minoristas

El Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNu) acumuló un alza de 8,1% en 2015 y continuó desacelerándose en términos interanuales hasta 14,8% a fines de julio (ver gráfico 7.1).

Analizando en forma separada el comportamiento de los bienes y de los servicios⁶³, estos últimos fueron los que presentaron la mayor suba, incrementándose 10,3% en los primeros siete meses del año. En tanto, los bienes arrojaron un alza de 7,1% en igual período (ver gráfico 7.6).

A nivel de subíndices⁶⁴, los precios de los productos estacionales fueron los que más aumentaron, influenciados fundamentalmente por las subas en turismo y, en menor medida, indumentaria. Le siguieron los precios regulados, impulsados por las alzas de los combustibles, los peajes, los servicios de telefonía y los cigarrillos. Por último se ubicó el subíndice resto (que excluye regulados y estacionales; ver gráfico 7.7).

A nivel de divisiones, los incrementos en alimentos y bebidas y en transporte y comunicaciones tuvieron la mayor incidencia en los precios minoristas, por su elevado peso relativo en la canasta de consumo (ver gráfico 7.8).

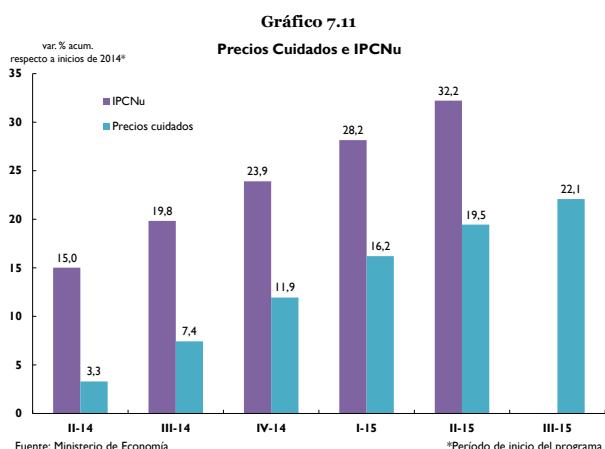
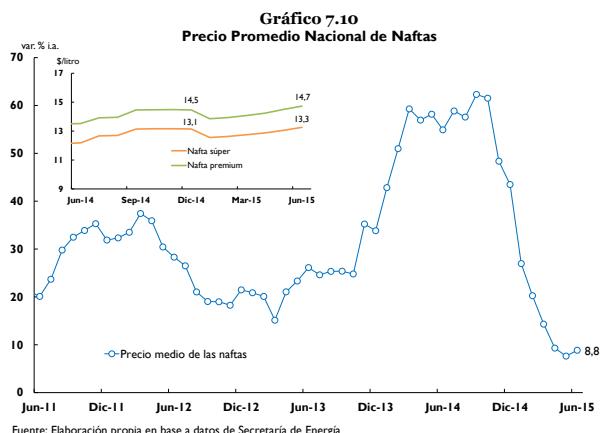
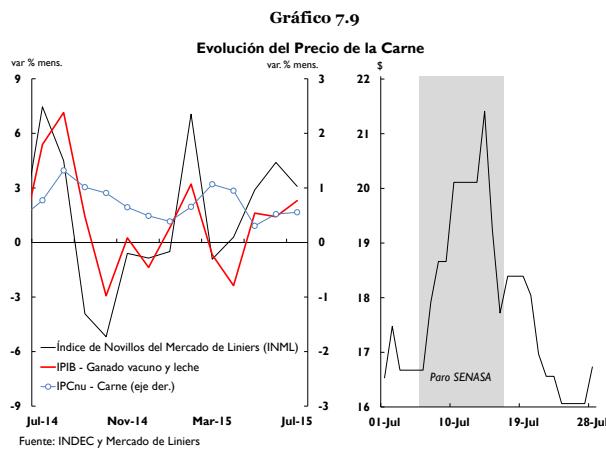
En lo que va de 2015, alimentos y bebidas verificó un crecimiento de 5,9% (11,4% i.a. en julio) en el que incidieron mayormente las subas en las carnes, los lácteos y panificados. Sobre el precio de las carnes impactó el mayor valor de la hacienda a inicios de año por la restricción de oferta debido a las inundaciones. Más recientemente, se observó un incremento transitorio en el precio del ganado en pie, producto del paro de los trabajadores del SENASA⁶⁵, con un impacto acotado sobre los precios minoristas de la carne (ver gráfico 7.9).

En los primeros siete meses del año, la división transporte y comunicaciones se elevó 8,3%, influida por los mayores valores de la telefonía, los seguros, los peajes y las naftas. Para este último caso se acor-

⁶³ Estimación con nivel de apertura a 3 dígitos del IPCNu, según la metodología del IPC GBA (1999=100).

⁶⁴ Estimación con nivel de apertura a 3 dígitos del IPCNu, según la metodología del IPC GBA (1999=100).

⁶⁵ El paro se extendió desde inicios de julio hasta el 22 de igual mes.



⁶⁶ Decreto N° 2579/14.

⁶⁷ Resoluciones N°3347/15 y N°3348/15 del ENARGAS.

⁶⁸ Resolución N°49/15 de la Secretaría de Energía

⁶⁹ Se acordaron dos sumas fijas de \$1.200 a integrarse con los sueldos de abril y mayo, luego un incremento de 20,4% a partir del sueldo de junio y 27,4% a partir del mes de septiembre en ambos casos calculados sobre el sueldo de mayo sin considerar la suma fija.

⁷⁰ Se autorizó un aumento del 4% para el mes de marzo y de 6% para el mes de junio. A estos se adicionó un tercer tramo de 7% a partir del mes de agosto.

dó una disminución de los precios de 5,0% a inicios de año, efecto de la reducción de la alícuota que las grava⁶⁶. En los meses subsiguientes el precio de las naftas retomó el sendero alcista, revirtiéndose completamente la caída y acumulando a junio un alza de 1,1% (ver gráfico 7.10). En términos interanuales, se observó una marcada desaceleración, que comenzó a estabilizarse en el margen.

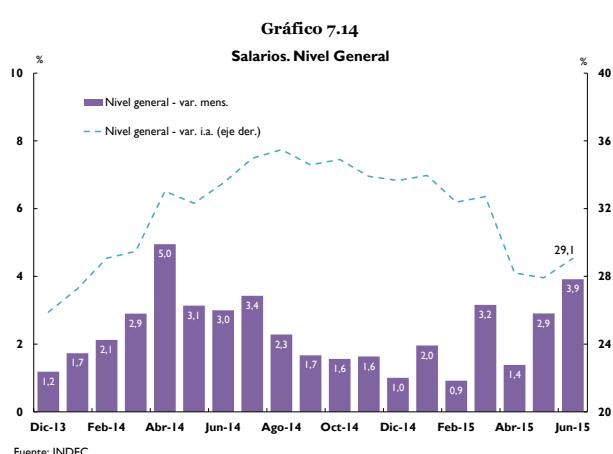
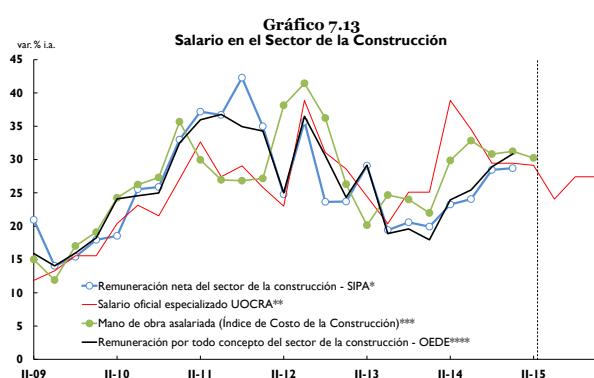
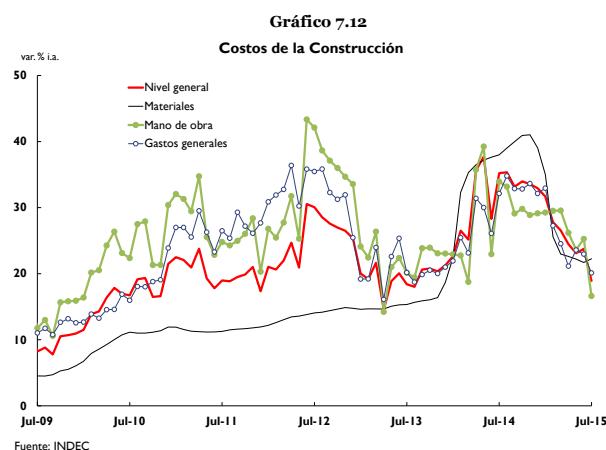
Por detrás se ubicó la división esparcimiento que fue impulsada fundamentalmente por turismo y equipos y servicios de audio y TV. El resto de los subcomponentes también aportó positivamente, aunque en una magnitud más acotada.

En tanto, los precios de la indumentaria aumentaron 8,4% en los siete meses del corriente año, ropa exterior y calzado deportivo fueron los componentes que más contribuyeron al alza.

En vivienda, el incremento entre enero y julio fue de 7,3%, siendo alquileres y servicios básicos para la vivienda los componentes que más aportaron a la suba. Puntualmente el desempeño de servicios básicos en el margen se explicó por combustibles para la vivienda, a raíz de los mayores valores autorizados para el servicio de transporte de gas (cuyo impacto final en las tarifas residenciales fue de 3%⁶⁷) y del cambio en el esquema del subsidio al gas envasado (garrafas), que pasó de precios subsidiados a subsidios a las familias sin acceso al gas por red⁶⁸. También influyó sobre la división, aunque en menor medida, el aumento otorgado en paritarias a los encargados de propiedad horizontal⁶⁹.

En otros bienes y servicios (11,4% acumulado en el año) el mayor crecimiento lo tuvieron los precios de los cigarrillos, que acumulan dos subas, más el efecto arrastre del alza autorizada a mediados de diciembre de 2014.

Por su parte, en salud incidieron los dos ajustes autorizados para la medicina prepaga⁷⁰, a lo que se sumó la aprobación gubernamental para incrementar el valor de venta al público de los medicamentos en diversas oportunidades. Por último, educación se elevó 11,9% en el año. Esto respondió a un incre-



mento generalizado de sus componentes, concentrados mayormente en marzo.

Recientemente se autorizó un nuevo ajuste en los precios de bienes incluidos en la canasta del programa “Precios Cuidados”, el sexto desde que inició el programa. El incremento medio de precios entre julio y octubre será 2,2%, acumulando una variación de 9,1% en el año y de 22,1% desde la puesta en marcha del programa (a inicios de 2014; ver gráfico 7.11). Con la actualización, la canasta pasará a contar con 506 bienes, más que duplicando los 198 productos originales.

7.4 Costo de la Construcción

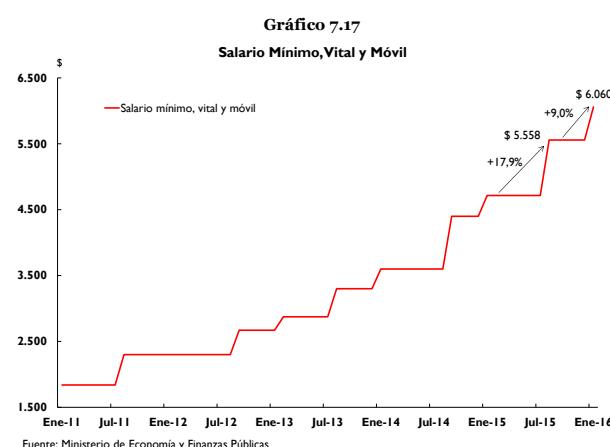
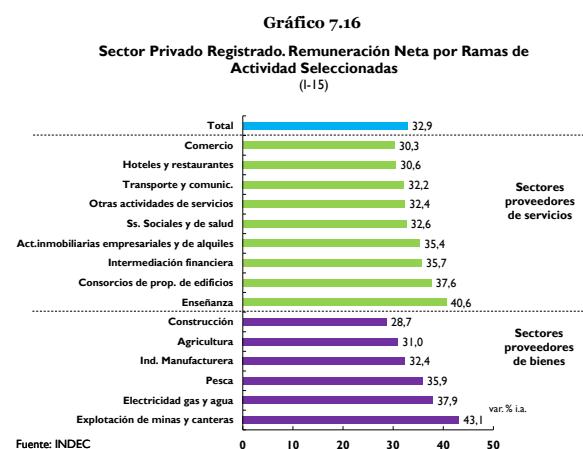
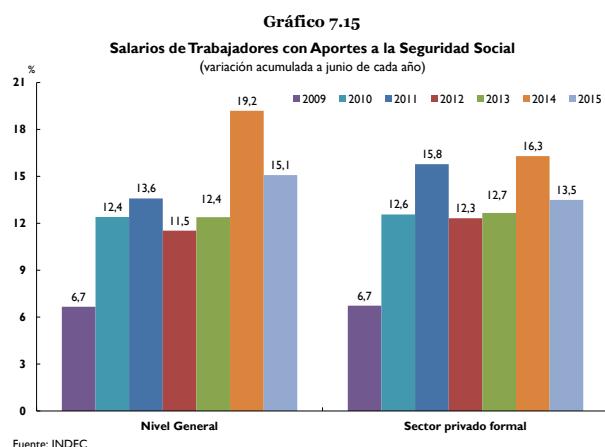
El Índice de Costo de la Construcción (ICC) también mantuvo su trayectoria de desaceleración del crecimiento interanual a lo largo de 2015, acumulando un alza de 14,0% en los primeros siete meses del año (ver gráfico 7.12).

El costo de la mano de obra fue el componente que más aportó al crecimiento acumulado, al aumentar 15,6%. Este desempeño estuvo asociado a la liquidación del primer tramo de la paritaria de los trabajadores del sector⁷¹. En la comparación interanual se observó una desaceleración, efecto del menor porcentaje de aumento y del retraso de los meses de integración respecto a 2014 (ver gráfico 7.13). Los precios de los materiales crecieron 11,5% a julio, en tanto que los gastos generales exhibieron un alza de 14,2%. En términos interanuales ambos componentes perdieron dinamismo durante la primera parte del año.

7.5 Salarios

En los meses más recientes la tasa de crecimiento interanual de los salarios repuntó levemente, ubicándose en torno a 29%, tras la desaceleración observada desde inicios de año (ver gráfico 7.14). Este desempeño se explicó por el mayor aumento mensual producto de los ajustes aplicados en el marco de los acuerdos paritarios alcanzados, que cerraron con cierto retraso respecto de 2014. Al respecto, los sindicatos con mayor cantidad de afiliados alcanzaron acuerdos que rondaron el 28%, en dos tramos (que incluyen además, en muchos casos, pagos de sumas fijas y adicionales, entre otros). Entre los acuerdos

⁷¹ El gremio acortó un incremento de 27,4%, pagadero en 2 tramos uno retroactivo a abril de 17,4% y 10% adicional en agosto (calculado sobre el salario de marzo).



⁷² Los trabajadores bancarios obtuvieron un incremento nominal de 27,8% a lo que se adicionaron dos sumas fijas, una en concepto de gratificación por el día del bancario y otra como compensación de ganancias, cuyo monto depende del nivel jerárquico y se integrará en 12 cuotas. El gremio de la alimentación cerró una suba de 33% dividido en 2 tramos: 18% en mayo y 33% desde noviembre (en ambos casos calculado sobre el salario de abril). El gremio de camioneros acordó un aumento de 31,5% en 3 cuotas: 18% en julio, 25% en noviembre y 31,5% en marzo de 2016, calculados todos sobre la remuneración de mayo de 2015. Sanidad pactó un incremento de 32%, pagadero en tres cuotas no acumulativas.

⁷³ Para mayor información remitirse al informe **Panorama Global de Commodities** del BCRA.

alcanzados a fines del período se destacan los de bancarios, alimentación, camioneros y sanidad⁷².

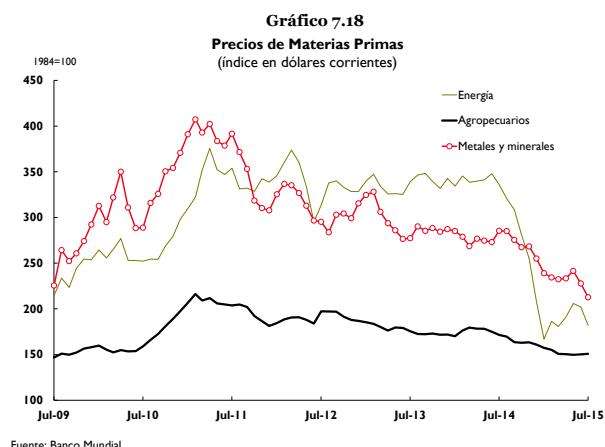
En el acumulado a junio, el nivel general del índice de salarios totalizó un incremento de 15,1%. A nivel desagregado, mientras que las remuneraciones de los trabajadores del sector privado formal crecieron 13,5% (28,3% i.a.), las correspondientes al sector público lo hicieron en 19,7% (32,1% i.a.; ver gráfico 7.15).

Con información al primer trimestre de 2015, dentro del alza de las remuneraciones del sector privado registrado se destacaron las correspondientes a los sectores proveedores de servicios asociados a la enseñanza, los consorcios de propietarios, la intermediación financiera y las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquileres. Por el lado de la producción de bienes, sobresalieron los sectores de explotación de minas y canteras, electricidad, agua y gas y pesca (ver gráfico 7.16).

Recientemente, el Consejo nacional del empleo, la productividad y el salario mínimo vital y móvil estableció un aumento del Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVM) en dos tramos: 17,9% en agosto y 9,0% acumulativo en enero próximo, implicando un incremento total de 28,5%. Así, el salario mínimo mensual pasará de \$4.716 a \$5.558 en el octavo mes del año y a \$6.060 desde inicios de 2016 (ver gráfico 7.17).

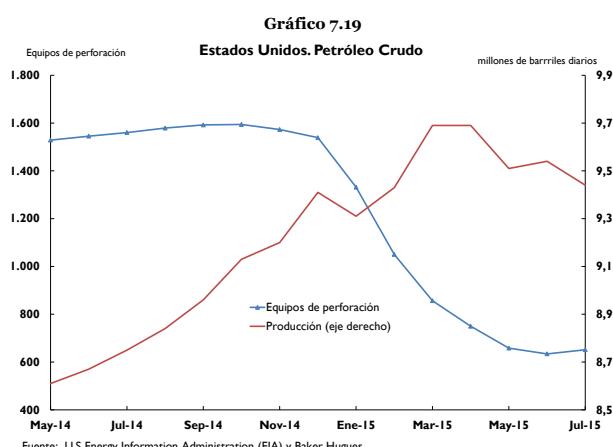
7.6 Precios Internacionales de las Materias Primas⁷³

El índice de las cotizaciones internacionales de las materias primas que calcula el Fondo Monetario Internacional (FMI) continuó disminuyendo, acumulando una baja de 12% durante los primeros siete meses de 2015 (-37% i.a. en julio). Se verificaron descensos en todos los índices de precios de los principales *commodities*, especialmente en las materias primas industriales. En efecto, el agrupado de metales y minerales disminuyó 16,6% en el acumulado del año, seguido por los productos energé-

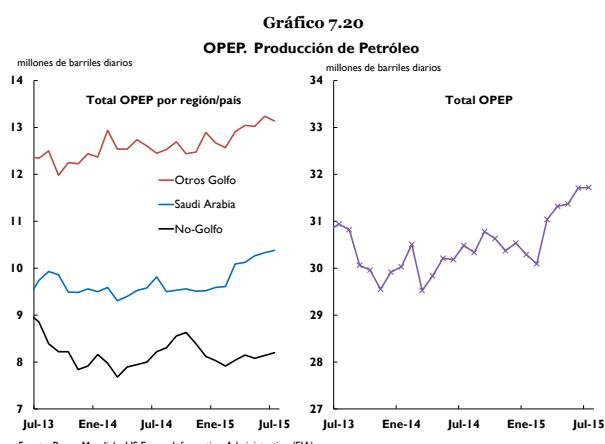


ticos (-12,4%) y los agropecuarios con una caída del 6,3% en igual período (ver gráfico 7.18).

En general, siguió prevaleciendo una abundante oferta de materias primas —con niveles récord de producción e inventarios—, en tanto que para los productos industriales se sumó una débil demanda global. Además, influyó a la baja la apreciación nominal multilateral del dólar (6,1% en los primeros siete meses de 2015), en tanto que la financiarización (posiciones especulativas y de arbitraje en los mercados de activos financieros) asociada a estos bienes exacerbó los movimientos (ver gráfico 7.2).



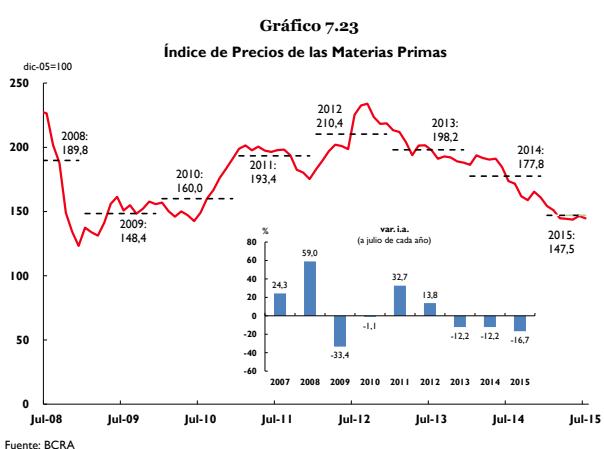
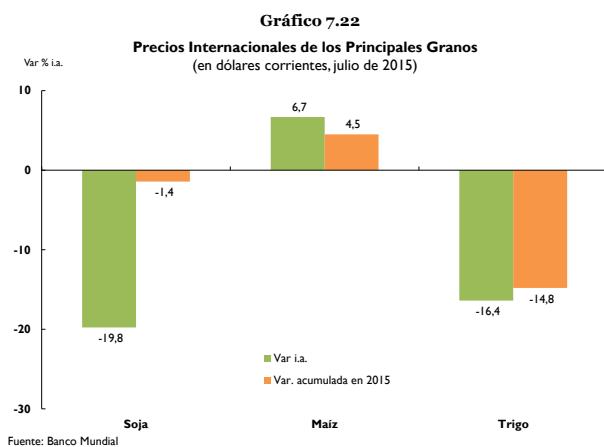
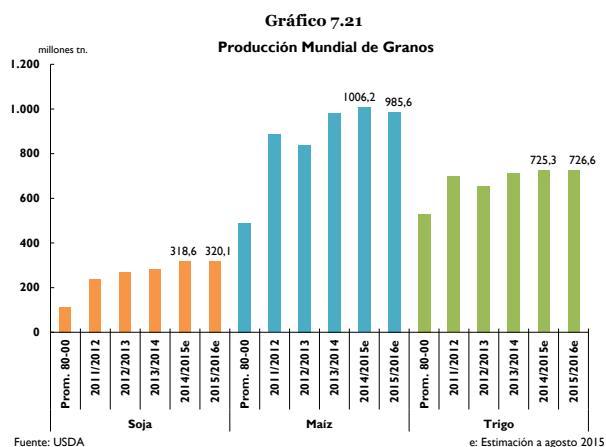
Los precios internacionales de referencia del petróleo (Brent, *West Texas Intermediate* –WTI– y Dubai) aumentaron en promedio un 1,0% en el primer semestre, impulsados por una demanda superior a la prevista y una desaceleración de la oferta esperada, particularmente en los Estados Unidos. Sin embargo, desde mediados de junio comenzó a verificarse una disminución de las cotizaciones del crudo debido a la persistencia del escenario de abundancia global. Ésta se acentuó a partir del acuerdo sobre el programa nuclear de Irán⁷⁴ que generó perspectivas de mayores suministros de ese país⁷⁵, colacándose en torno a los US\$54 el barril en julio; no obstante, antes de su implementación, deberá ser ratificado y la Agencia Internacional de Energía Atómica deberá verificar el cumplimiento de las medidas acordadas.



Los incrementos de la producción de petróleo se originaron tanto en la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP) como fuera de ella. En los Estados Unidos, a pesar del brusco descenso de la actividad de perforación (-59% desde el pico de octubre de 2014), la producción de crudo recién comenzó a descender en el mes de mayo. No obstante, en julio el nivel alcanzado de producción implicó un incremento de 0,7 millones de barriles diarios (mbd) respecto al mismo mes de 2014 (ver gráfico 7.19). Rusia mantuvo los niveles de producción, a pesar de las sanciones impuestas por el conflicto con Ucrania. En tanto, la OPEP produjo en el séptimo mes del año 1,2 mbd más que un año antes, pese al recrudecimiento de los conflictos geopolíticos en la región (ver gráfico 7.20).

⁷⁴ Entre los 5 miembros del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas (Estados Unidos, Francia, China, Rusia y Reino Unido) más Alemania (P5+1).

⁷⁵ Según la Oficina de Información de Energía de los Estados Unidos (EIA, por su sigla en inglés), Irán tendría una capacidad técnica para aumentar la producción por al menos 0,7 millones de barriles de crudo por día (mbd) hacia finales de 2016. En tanto, según el Banco Mundial, Irán dispone de unos 40 millones de barriles de inventarios que podría ofrecer de inmediato, una vez que las sanciones se levanten.



Si bien la demanda de crudo se mantuvo firme, el alza de la producción global sostuvo el contexto de sobreoferta. No obstante, se mantienen las perspectivas de que la producción global comience a desacelerarse en el segundo semestre, traduciéndose en precios más estables. De todos modos, persiste la incertidumbre respecto al ritmo al cual Irán puede reactivar sus plataformas fuera de funcionamiento y de la capacidad de conseguir nuevos mercados, una vez que se levanten las sanciones.

En cuanto a los productos agrícolas, las condiciones climáticas poco favorables en algunas regiones de Norteamérica, de Europa y del Mar Negro y las mejores perspectivas de demanda global provocaron una suba de los precios bastante generalizada en los meses de junio y julio; sin embargo, las nuevas proyecciones del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA, por su sigla en inglés) sugieren que el impacto del clima adverso es relativamente moderado y aún prevén elevados niveles de producción y oferta globales (ver gráfico 7.21 y apartado 3). En lo que va del año, cayeron significativamente los valores del trigo (-15%), seguidos por los de la soja que exhibieron reducciones más acentuadas (-1%), en tanto los del maíz registraron un alza de 5% en igual período (ver gráfico 7.22).

Por su parte, el descenso en el acumulado del año a julio de los precios de los metales y minerales fue generalizado, producto de la elevada oferta que responde a la ampliación de la capacidad de producción a lo largo de los últimos años, incentivada por precios altos, y a las grandes reservas que aún conservan. A ello se sumó la desaceleración de la actividad industrial y del gasto en infraestructura en China que afectó especialmente a estos bienes —dado que esta economía representa actualmente alrededor del 50% de la demanda mundial—.

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 en el séptimo mes del año una caída interanual de 10,2% y exhibió una merma de 16,7% i.a. en julio (ver gráfico 7.23).

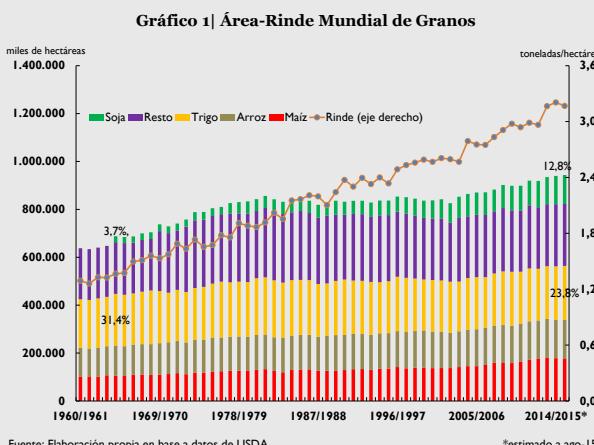
Se espera que el escenario de abundante oferta global agrícola, energética y minera, continúe ejerciendo cierta presión bajista sobre las cotizaciones de los principales productos primarios. En igual sentido influiría, de materializarse las expectativas,

una nueva apreciación del dólar. Finalmente, factores como la financiarización, eventuales decisiones de los países exportadores de petróleo o conflictos geopolíticos, tenderían a aumentar la volatilidad de los precios de las materias primas.

Apartado 3 / Perspectivas Globales para el Ciclo Agrícola 2015/16

Las primeras estimaciones relativas a la producción mundial de los principales productos agrícolas comercializados a nivel global (trigo, maíz, soja y arroz)⁷⁶, sumadas a los elevados stocks iniciales, anticipan un escenario de abundante oferta para el próximo ciclo agrícola. Esto, en combinación con la apreciación esperada del dólar estadounidense y la debilidad del precio del petróleo, marcaría nuevas presiones bajistas sobre los precios de estos *commodities*, a pesar de preverse una demanda récord.

Según las proyecciones preliminares del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos⁷⁷ (USDA, por su sigla en inglés), la oferta global de las cuatro principales materias primas agrícolas en el ciclo 2015/16 se ubicaría en torno a 3.538 millones de toneladas (tn.). Esta estimación resulta de una producción prevista en 2.511 millones de tn., ligeramente por debajo de la campaña 2014/15, que se sumaría a stocks iniciales en niveles muy elevados en términos históricos. La disminución marginal de la cosecha se explica por un menor rendimiento por hectárea, dadas las condiciones climáticas excepcionales bajo las cuales se desarrollaron los cultivos del ciclo que acaba de finalizar. En una perspectiva de mediano plazo, dos regularidades se mantienen: por un lado la eficiencia productiva continúa con su tendencia creciente y por otro, la soja gana participación en la superficie global destinada a la producción de materias primas agrícolas –en particular en detrimento del trigo–, entre otros (ver gráfico 1).



⁷⁶ Productos que representan poco más del 80% de la producción agrícola mundial.

⁷⁷ Cabe destacar que las proyecciones son de carácter preliminar, dado que al momento de realizarlas quedaban pendientes varios meses de siembra de los principales granos.

En términos desagregados se observarían comportamientos similares entre el trigo, el maíz y la soja durante el próximo ciclo agrícola. Mientras que la cosecha global de trigo y de la oleaginosa se mantendría en torno a los niveles actuales, en el caso del maíz se proyecta una leve caída en la producción en relación al máximo histórico logrado en el ciclo 2014/2015 (ver cuadro 1). El moderado descenso en los volúmenes obtenidos del cereal se explicaría fundamentalmente por la presencia de condiciones climáticas adversas registradas en las zonas productoras de los Estados Unidos y la Unión Europea. De este modo, el alza proyectada en la oferta mundial de estos tres *commodities* se explicaría fundamentalmente por los elevados stocks iniciales con los que se contaría. En efecto, las proyecciones indican que las existencias iniciales de la siguiente campaña totalizarían 488 millones de tn., 13,1% más que en el ciclo actual. Contribuirían a este panorama las menores ventas externas de trigo de grandes exportadores como Canadá, y, por el lado del maíz, la propuesta reducción de los mandatos de producción de etanol por parte de la Agencia de Protección del Medio Ambiente de los Estados Unidos (EPA, por su sigla en inglés).

Cuadro 1| Oferta y Demanda Mundial de Productos Agrícolas

		Campaña 2014/15 (mill. toneladas)	Campaña 2015/16 (mill. toneladas)	Efecto sobre el precio 2014/15 vs 2015/16
Soja	Oferta total ⁷⁸	502	524	-
	Producción	319	320	-
	Demanda total ⁷⁹	421	437	+
	Stocks finales	81	87	-
Trigo	Oferta total ⁷⁸	1.079	1.091	-
	Producción	725	727	-
	Demanda total ⁷⁹	874	871	-
	Stocks finales	210	221	-
Maíz	Oferta total ⁷⁸	1.300	1.305	-
	Producción	1.006	986	+
	Demanda total ⁷⁹	1.113	1.111	-
	Stocks finales	197	195	+
Arroz	Oferta total ⁷⁸	624	618	+
	Producción	476	479	-
	Demanda total ⁷⁹	528	530	+
	Stocks finales	99	91	+

⁷⁸La oferta total incluye la producción total + stocks iniciales + importaciones

⁷⁹La demanda total incluye la demanda doméstica total y las exportaciones

Estimación a agosto de 2015

Fuente: Elaboración propia en base a datos del USDA

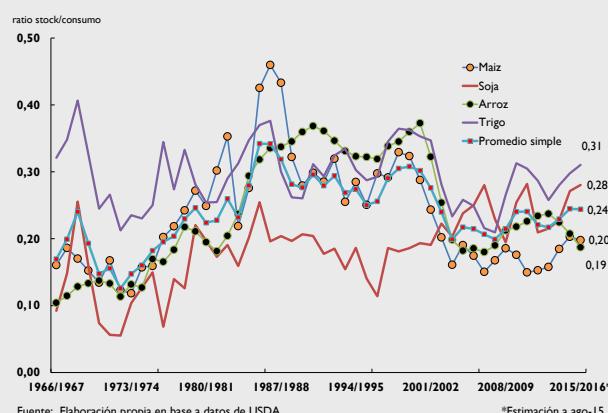
Por último, el panorama para el arroz se muestra distinto, con marcadas liquidaciones de stocks por parte de grandes exportadores como Tailandia e India⁷⁸, que contrarrestarían el incremento de la

⁷⁸ Se estima que en conjunto habrían reducido sus existencias en 9,0 millones de tn., alrededor del 9% de los stocks iniciales mundiales.

producción, el cual alcanzaría el nivel récord de 478,65 millones de tn. Al respecto cabe destacar el desempeño esperado de China —el principal productor a nivel mundial— que, gracias a una extensión de la superficie sembrada y a un aumento en los rendimientos, estaría logrando una cosecha de 146,00 millones de tn. De esta forma se prevé una baja de la oferta global de arroz en la campaña que se inicia.

Para el próximo ciclo agrícola se prevé que la demanda alcance un pico histórico⁷⁹. La suma del consumo doméstico y de las exportaciones proyectadas para los cuatro principales productos agrícolas alcanzaría un total de 2.949 millones de tn. Este nivel significa un alza de 0,4% por encima del máximo anterior y es superior en 7,9% al promedio de las últimas 5 campañas.

Gráfico 2 | Relación Stock-Consumo de los Principales Granos



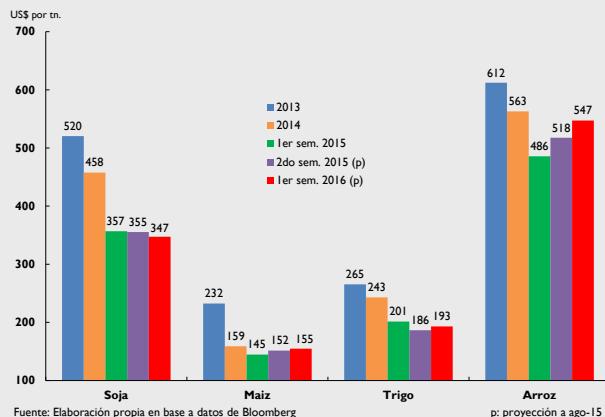
En términos desagregados el mayor incremento se registraría en la soja (3,8%), impulsado por las mayores necesidades para molienda en China (7,1%) y en Argentina (6,9%). Asimismo, el consumo de arroz de China alcanzaría un récord, al sobrepasar en 5 millones de tn. a la producción local, avizorándose como el principal impulsor de la demanda de este alimento a nivel global. Por su parte, se espera que la demanda mundial de trigo y maíz se mantenga en niveles similares al registro de la campaña previa, ya que las menores ventas externas previstas se compensarían con un alza en el consumo interno.

A pesar del sostenimiento proyectado de la demanda, el ratio stock-consumo para el conjunto de los granos se elevaría por cuarta campaña consecutiva. El arroz sería una excepción de esta evolución general. En el caso de este cereal la liquidación prevista de existencias en el actual ciclo —que explica en parte la depresión reciente de su cotización—, provocaría un retorno de ese cociente a niveles

⁷⁹ La demanda total se constituye como la suma de la demanda interna para consumo humano y no humano y las exportaciones.

similares a los vigentes 40 años atrás (ver gráfico 2).

Gráfico 3 | Precio de los Principales Commodities Agrícolas



De esta manera, las primeras proyecciones sobre el ciclo 2015/2016 plantean un escenario de sobreoferta, lo que dificultaría el repunte de los precios. Tanto los contratos de futuros, como diversas proyecciones de analistas especializados señalan que, en los próximos meses, las cotizaciones se mantendrían en torno a los niveles actuales, con la excepción del arroz⁸⁰ (ver gráfico 3). En efecto, según el último informe del Banco Mundial sobre los mercados de *commodities*⁸¹, en 2015, en promedio, los precios serían 14,9% inferiores a los registrados en 2014, y se mantendrían en niveles similares durante 2016.

En el mismo sentido operaría el fortalecimiento del dólar estadounidense en el mercado global de divisas. Su derrotero influye sobre el precio de las materias primas por dos vías: por un lado, cuando el dólar se revaloriza las cotizaciones expresadas en esa moneda necesariamente deben bajar en términos nominales para mantener su valor real y, por otra lado, en este escenario, pierden atractivo como activo financiero para aquellos inversores que toman posiciones en los mercados de derivados de *commodities* (ver gráfico 4). Según las últimas proyecciones del mercado⁸², el dólar estadounidense se continuaría apreciando en los próximos meses frente al resto de las principales divisas internacionales (ver sección 2).

Asimismo, no se espera en el corto plazo una fuerte recuperación del petróleo, cuyo precio cayó en promedio un 46,9% en términos interanuales en

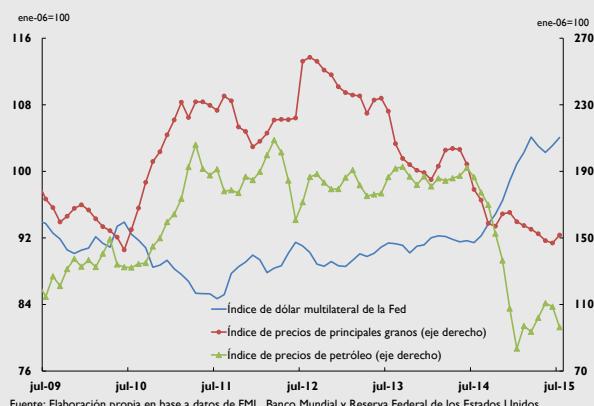
⁸⁰ Para las cotizaciones de soja, maíz y arroz se siguen las cotizaciones de Chicago. Para el trigo, la correspondiente a Kansas City.

⁸¹ Banco Mundial (2015) *Commodity markets Outlook* (Washington).

⁸² Focus Economics (2015) *Consensus forecast: Major economies. Agosto 2015*.

los primeros siete meses de 2015. Al ser un insumo industrial de uso difundido, el bajo precio de este combustible estaría afectando a las cotizaciones agrícolas mayormente por los costos de producción.

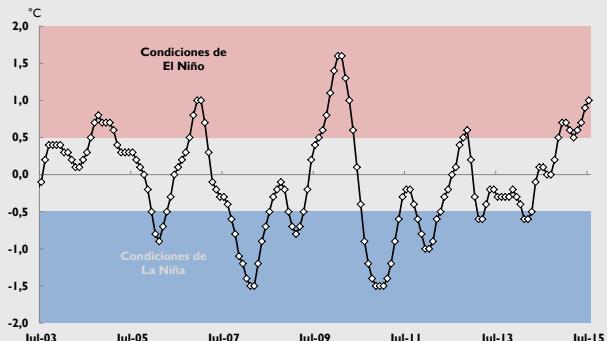
Gráfico 4 | Dólar Multilateral y Precio de Commodities



Fuente: Elaboración propia en base a datos de FMI, Banco Mundial y Reserva Federal de los Estados Unidos

Por último, es de esperar que los factores climáticos jueguen un rol importante. Actualmente, la temperatura del Océano Pacífico sobre la línea del ecuador supera en 1,0°C al promedio del período 1970-2000, lo que eleva la probabilidad de ocurrencia del fenómeno meteorológico “El Niño”⁸³ (ver gráfico 5). En términos de precipitaciones este evento significa temporadas húmedas para las zonas productoras de bienes primarios de los Estados Unidos y de Argentina. Por otra parte, implicaría condiciones más secas en Oceanía y el sudeste asiático, India y en el norte de Brasil. En principio esto indicaría en términos relativos peores perspectivas para la cosecha de arroz, pero si el fenómeno adquiere características severas puede también influir negativamente en la producción de soja, trigo y maíz debido a las posibles anegaciones de campos que aquello traiga aparejado.

Gráfico 5 | Temperatura Oceánica y Condiciones Climáticas



*Desvío de la temperatura oceánica en la región Niño 3.4 (SN-55, 120-170°W), calculado respecto al promedio 1971-2000. Promedio móvil 3 meses

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la National Oceanic and Atmospheric Administration de Estados Unidos

En suma, para el ciclo agrícola 2015/16 se proyectan elevados niveles de producción y de consumo para las principales materias primas agrícolas. Según lo indicado por los mercados de futuros y los analistas especializados, los precios, aún elevados en términos históricos, se mantendrían por debajo de los picos logrados a mediados de la década anterior. Aun así, la evolución seguida por el dólar estadounidense, el desempeño económico de los principales demandantes de bienes primarios -en particular China- y las perspectivas en torno a las condiciones climáticas, serán determinantes para el curso que tomen las cotizaciones en los próximos meses.

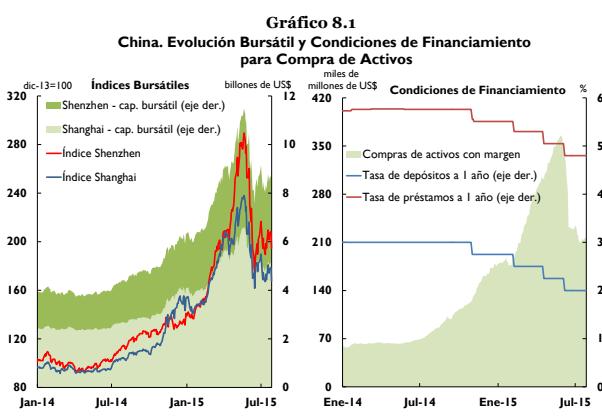
⁸³ Para mayor información remitirse al apartado 4 del **Informe de inflación** del primer trimestre de 2011.

8 Mercados Financieros

Los mercados financieros internacionales volvieron a evidenciar episodios de mayor volatilidad en los últimos meses. En general, los mismos tendieron a ser cortos y de recuperación relativamente rápida. La escalada de incertidumbre con respecto a la situación griega (hasta que se lograra un principio de acuerdo para un tercer programa de asistencia financiera externa a mediados de julio) y los vaivenes en los mercados bursátiles y de tipo de cambio de China (y su impacto sobre el precio de las materias primas) se sumaron a las dudas sobre cuándo se iniciará y cuán intenso será el futuro ciclo de subas en las tasas de corto plazo de la Reserva Federal de los Estados Unidos. En el caso específico de América latina, el énfasis siguió estando puesto en la situación brasileña, en función de variables económicas –crecimiento, situación fiscal– y factores de índole política que afectaron la evolución de la cotización del real.

Desde fines de mayo de 2015 y hasta mediados de agosto los principales índices bursátiles de los Estados Unidos y Europa evidenciaron un comportamiento cambiante, acumulando caídas en un rango de 0,5-2,5% en dólares. Los rendimientos de la deuda a largo plazo de los Estados Unidos y Alemania siguieron ampliándose, aunque más recientemente pasaban a recortarse. El dólar siguió apreciándose contra las principales economías desarrolladas, si bien en las últimas semanas pasaba a evidenciar una importante volatilidad. Entre los activos de economías emergentes el saldo en los últimos meses fue negativo, con mermas entre los índices bursátiles, ampliación en los *spreads* de deuda soberana y depreciación de las monedas contra el dólar. A pesar de la crisis griega, no se observó un deterioro mayor en Europa emergente que en América latina y Asia emergente. En los mercados internacionales la colocación de deuda de emergentes se fue aplacando, con retracciones más marcadas en el segmento corporativo.

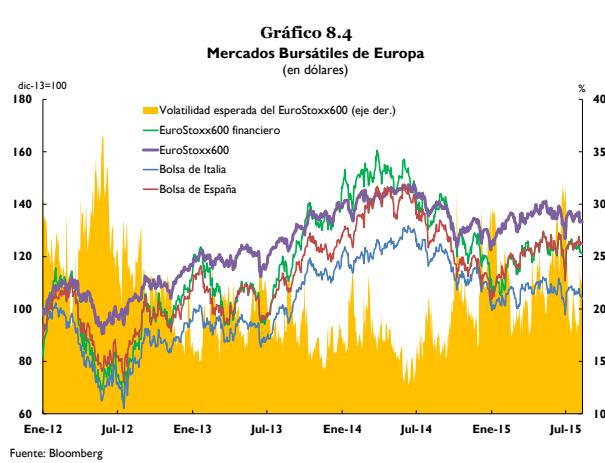
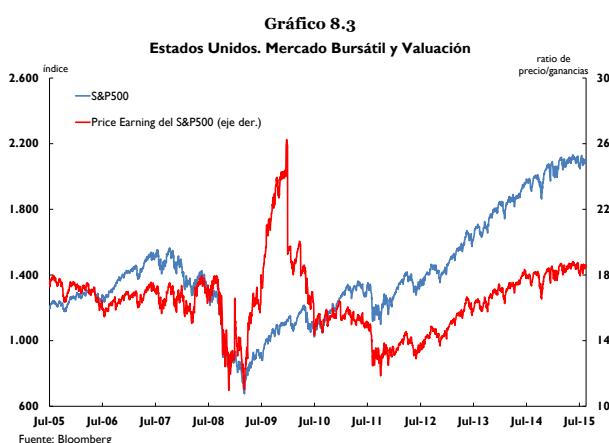
Entre los activos financieros argentinos, los títulos públicos (con ciertas excepciones entre las especies en moneda doméstica) registraron mejoras de precios en los mercados domésticos desde fines de mayo, mientras que las acciones evidenciaron un comportamiento cambiante. En los mercados externos el comportamiento fue menos favorable, aunque el *spread* de riesgo soberano (EMBI+ argentina) se mantuvo en niveles inferiores a los del año previo, por debajo de los 600 puntos básicos (p.b.) hasta mediados de agosto. En materia de financiamiento, el monto colocado de instrumentos en los mercados de capitales evidenció cierta merma en mayo-julio, aunque esto estuvo en buena parte explicado por operaciones de gran tamaño de YPF en los mercados internacionales en los meses previos. Por su parte, los montos asociados a fideicomisos financieros y cheques de pago diferido siguieron incrementándose.



Cuadro 8.1
Perspectivas de Tasas de Interés Fed Funds

	Futuros (en %) al 18/8	Relevamiento Bloomberg (mediana - en %) al 18/8	Primary Dealers rango de tasas en % (mediana) - junio/15	Miembros del FOMC de la Reserva Federal (en %) - junio/15
Sep-15	0,19	0,40	0,25 - 0,50	
Dic-15	0,32	0,65	0,50 - 0,75	0,625
Mar-16	0,47	0,90	0,75 - 1,00	
Jun-16	0,63	1,15	1,00 - 1,25	
Dic-16	0,99	1,70	1,50 - 1,75	1,625

Fuente: Bloomberg y Reserva Federal



8.1 Mercados Internacionales

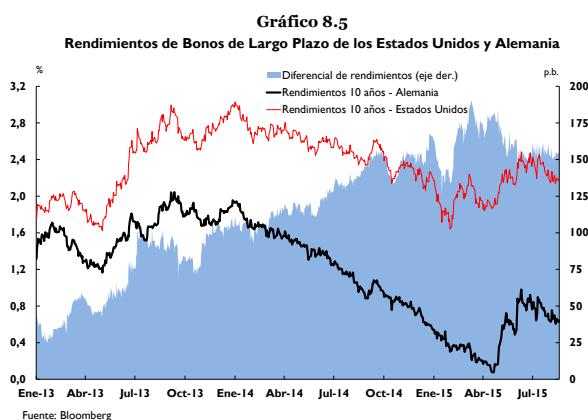
Los mercados financieros internacionales volvieron a evidenciar una mayor volatilidad en los últimos meses, aunque ella fue, en líneas generales, temporaria⁸⁴. Los principales focos de tensión estuvieron vinculados con la crisis griega (ver apartados 4 y 5), los vaivenes de los precios de las acciones chinas (que intensificaron las dudas con respecto al crecimiento en ese país y agregaron incertidumbre sobre la evolución de las materias primas) y, más recientemente, la devaluación y la modificación de la forma en la cual se establece el tipo de cambio de referencia en China (ver sección 2). En el caso de los Estados Unidos, el comportamiento de la economía y las señales desde la Reserva Federal —la autoridad monetaria de ese país— llevaron a que se fuese atrasando el momento esperado de inicio para el ciclo de subas en las tasas de interés de corto plazo. Sin embargo, desde dicha institución se explicitó que todavía se espera implementar un primer incremento en el corriente año. Para lo que queda de 2015 los mercados a futuro anticipan subas más moderadas que los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) y que los reflejados en relevamientos de mercado (ver cuadro 8.1).

Los índices bursátiles de los Estados Unidos y Europa acumularon mermas desde fines de mayo, en un contexto de volatilidad creciente hasta mediados de julio. El S&P norteamericano bajó 0,5% (tras incrementarse 11% en 2014). Se destaca que, incluso desde la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), y previo a los últimos episodios de volatilidad, se dieron señales de que podría haber una sobrevaluación en ciertos segmentos de este mercado (ver gráfico 8.3). En el caso europeo, el EuroStoxx600 computó una merma de 2,4% en dólares desde fines de mayo (ver gráfico 8.4).

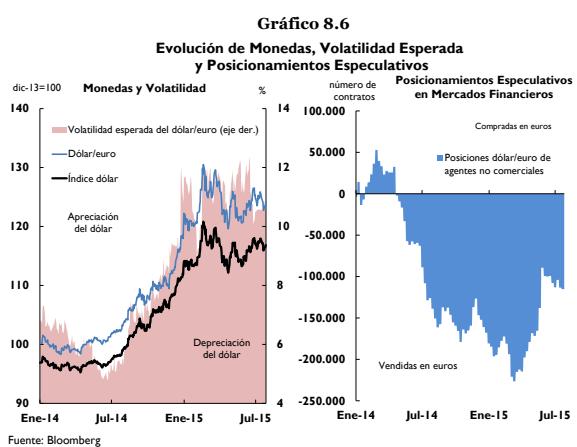
Hasta mediados de julio los rendimientos de los títulos públicos de largo plazo de los Estados Unidos y de Alemania mantuvieron la tendencia a la ampliación observada desde mediados de abril⁸⁵.

⁸⁴ El análisis de este capítulo se realiza con datos hasta el 18 de agosto. Posteriormente, se observó en los mercados financieros un nuevo y marcado incremento en la volatilidad a nivel generalizado, en función de los renovados vaivenes en los precios de las acciones chinas, que amplificó las tendencias negativas registradas hasta mediados de agosto. En particular, se evidenciaron fuertes mermas en los índices bursátiles a nivel global, recortes en los rendimientos de los bonos del Tesoro norteamericano y alemán, y un mayor deterioro entre los activos financieros de economías emergentes. Por otra parte, los sucesos recientes generaban dudas con respecto a cuándo se dará el primer incremento en las tasas de interés de corto plazo de la Reserva Federal.

⁸⁵ Adicionalmente, la suba de estos rendimientos reflejaría cuestiones técnicas, como el efecto de modificaciones en las carteras de grandes inversores en un contexto de menor liquidez en los mercados de bonos en general. Otros factores que podrían haber influido

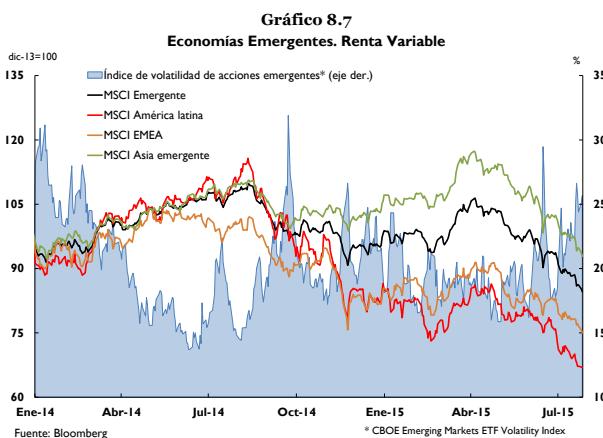


(ver gráfico 8.5). Este movimiento fue más marcado para la deuda alemana, luego de alcanzar niveles notoriamente bajos. Más recientemente, en un contexto de mayor aversión al riesgo, los rendimientos pasaban a recortarse. Por otra parte, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) continuó con su programa ampliado de compras de activos (descartando la introducción de modificaciones), los rendimientos de la deuda de largo plazo de países como Italia y España tendieron a subir hasta mediados de julio y posteriormente se movieron en baja. Aún así, sus niveles siguen muy por debajo de los picos de 2011-2012.



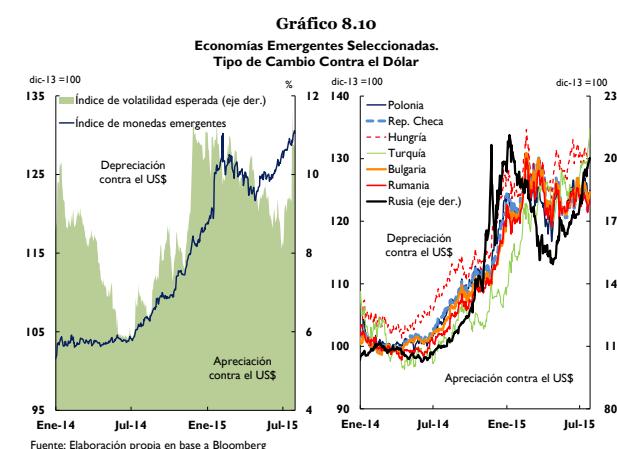
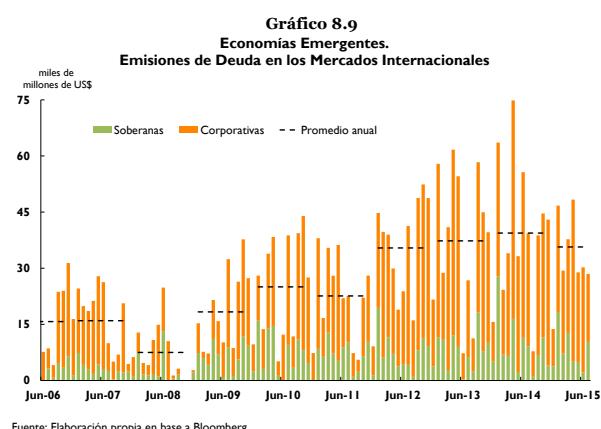
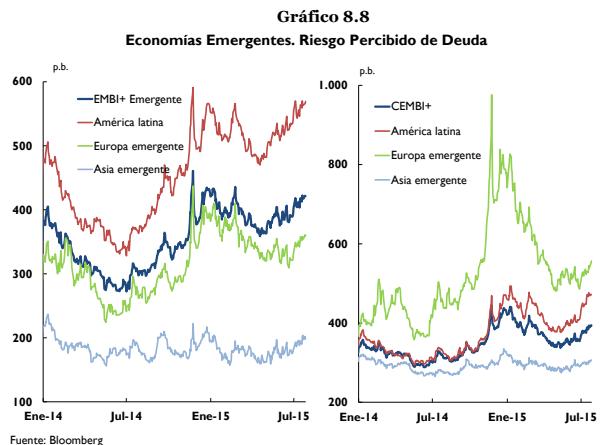
El índice del dólar contra el resto de las principales monedas de economías desarrolladas siguió evidenciando una tendencia a la apreciación de la divisa norteamericana, acumulando en el año casi un 7,5% (ver gráfico 8.6). En particular, aunque registró un comportamiento errático, en lo que va del año el dólar acumula una apreciación de casi 9% contra el euro, mientras que los agentes especulativos mantienen posiciones vendidas en la moneda europea.

Los activos de economías emergentes tendieron a desvalorizarse y mostrar una mayor volatilidad esperada. En el caso de las acciones, según el índice Morgan Stanley Capital International (MSCI) los instrumentos de renta variable de economías emergentes a nivel agregado computaron una caída de más de 15% en dólares desde fines de mayo (ver gráfico 8.7). En términos regionales, sobresale el retroceso de Asia emergente (recogiendo los efectos de la volatilidad en las bolsas chinas) y, en menor medida, de América latina (en este último caso, en buena parte debido a la depreciación de las monedas de la región).



Los mercados bursátiles de China, que acumularon subas de más de 100% desde octubre de 2014 hasta mediados de junio de 2015, pasaron a evidenciar una significativa caída de precios desde entonces (ver gráfico 8.1). La etapa de incremento de precios se dio en un escenario de recortes en tasas de interés de referencia por parte del Banco Popular de China y con un crecimiento de las compras de acciones con margen, a partir de transacciones financiadas por la entidad estatal China Securities Finance Corporation. A mediados de junio, cuando se advirtió que se haría más estricta la regulación para la compra de acciones con margen, la

sobre esta evolución fueron las expectativas sobre el ciclo de subas en las tasas de interés de corto plazo en los Estados Unidos y la recomposición de expectativas de inflación en Europa.



tendencia en los precios se revirtió, y llegaron a observarse mermas de más de 35% desde los picos recientes hasta mediados de julio (suspendiéndose la cotización de buena parte de las acciones del mercado). En este marco, las autoridades del país implementaron medidas para estimular las compras de acciones y disuadir las ventas⁸⁶. A pesar de esto, las acciones retomaban su tendencia bajista en la segunda quincena de agosto. Se destaca que, a pesar de las mermas observadas recientemente, desde fines de septiembre de 2014 los índices bursátiles chinos acumulan subas.

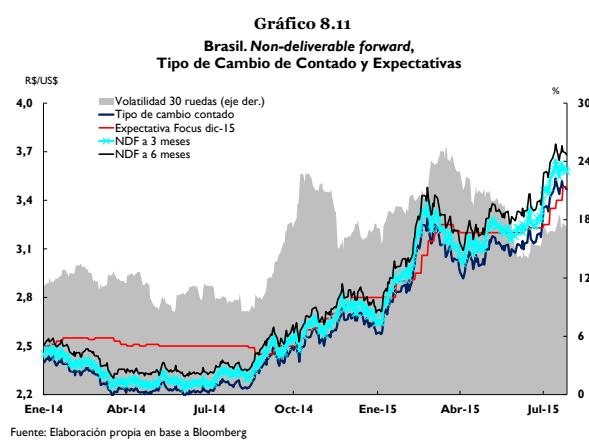
Los diferenciales de los retornos de los instrumentos de deuda de economías emergentes con respecto a los títulos del Tesoro estadounidense se ampliaron. Desde fines de mayo, el margen del EMBI+ (deuda soberana) subió casi 40 puntos básicos (p.b.), con ampliación más marcada para América latina (ver gráfico 8.8). En este contexto, el ritmo de colocaciones de deuda por parte de agentes de economías emergentes se ralentizó en junio-julio bimestral e interanualmente, con tendencia negativa más marcada para las operaciones de bonos de empresas (ver gráfico 8.9).

Con relación a los flujos hacia fondos especializados en activos financieros de economías en desarrollo, el desarme de carteras de acciones se extendió de julio a agosto. Por su parte, los fondos especializados en deuda computaron salidas netas, luego de flujos positivos entre febrero y mayo.

Desde fines de mayo, las monedas de economías emergentes se depreciaron cerca de 5% en promedio respecto al dólar, en un contexto de volatilidad aún alta pero descendente (ver gráfico 8.10). La región con depreciación más marcada fue América latina, destacándose que el real brasileño se desvalorizó más de 9% contra el dólar desde fines de mayo, alcanzando su menor nivel en más de doce años, y extendiendo su deterioro frente al dólar en lo que va del año a más de 30% (ver gráfico 8.11). Esta evolución se da en el marco de preocupaciones por la falta de crecimiento, una nueva revisión de las metas fiscales, la posibilidad de que se verifique una rebaja en la calificación de la deuda soberana por debajo del grado de inversión⁸⁷ y tensiones políticas.

⁸⁶ Incluyendo la provisión de liquidez para las compras con margen, el freno a la colocación de nuevas acciones y restricciones a las ventas por parte de inversores con tenencias significativas, entre otras.

⁸⁷ El 11 de agosto pasado la agencia de calificación crediticia Moody's redujo la nota de la deuda brasileña a sólo un punto por encima del grado de inversión (Baa2), con perspectiva estable.

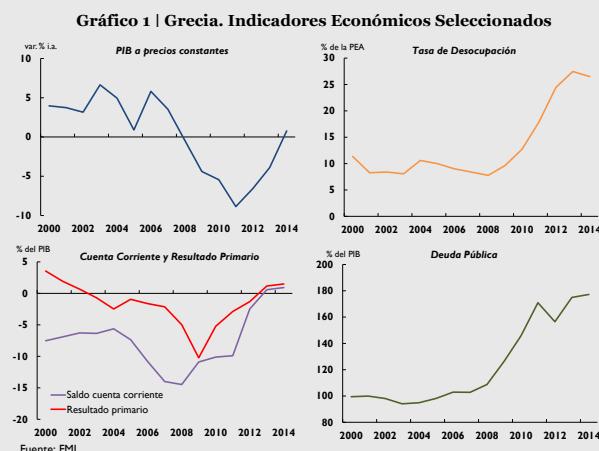


Entre los factores a monitorear en los próximos meses se encuentran la situación en Grecia y las señales con respecto al futuro ciclo de subas en las tasas de interés por parte de la Fed. Además se destacan las condiciones de crecimiento de economías emergentes de gran porte, como las de China (después de la reciente devaluación y con las bolsas del país todavía mostrando un comportamiento volátil), Rusia y Brasil (en particular, luego de la volatilidad creciente observada recientemente en sus mercados) y, en consecuencia, de los precios de las materias primas. No se descarta la materialización de riesgos vinculados a conflictos geopolíticos u otros factores (como la situación de la deuda en Puerto Rico⁸⁸).

⁸⁸ Se verifica una creciente cautela con respecto a los pasivos de Puerto Rico (por cerca de US\$74.000 millones), a partir de un deterioro de las perspectivas fiscales. En junio el gobernador de Puerto Rico explicitó la existencia de problemas para cumplir con las obligaciones vinculadas al alto nivel de deuda existente y declaró que a fines de agosto se presentaría una propuesta de reestructuración de la deuda. A principios de agosto se verificaba un primer atraso en los pagos de la deuda de Puerto Rico.

Apartado 4 / Crisis en Grecia y Principio de Acuerdo para un Tercer Programa de Asistencia Financiera Externa

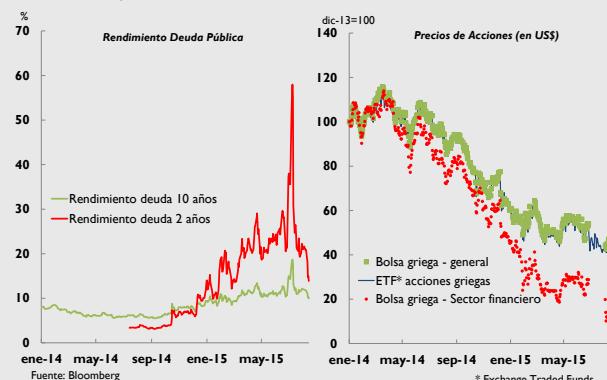
Tras años de registrar déficit en cuenta corriente y crecimiento del endeudamiento total de la economía —en un marco en el que la economía se había tornado poco competitiva—, la crisis financiera internacional con pico en 2008-2009 implicó una erosión de la situación fiscal en Grecia y un fuerte incremento en la deuda del sector público. La percepción de riesgo creciente con respecto a Grecia se tradujo en dificultades para fondearse en los mercados, de forma tal que en abril de 2010 el gobierno griego solicitó asistencia a las autoridades europeas y al Fondo Monetario Internacional (FMI), acordándose en mayo un paquete por €110.000 millones hasta 2013. Sin embargo, con una recesión mayor a la esperada y problemas en la implementación del paquete de medidas, en el segundo semestre de 2011 debió reconocerse la necesidad de un nuevo programa de asistencia. Así, en febrero de 2012 se anunció un segundo programa, por €130.000 millones adicionales provenientes del *European Financial Stability Facility* (EFSF) y el FMI, que fue acompañado por un canje de deuda en manos de tenedores privados⁸⁹.



⁸⁹ Hasta ese momento del primer paquete de asistencia se habían desembolsado €73.000 millones (el segundo programa sumaba a lo que quedaba por desembolsar del primer programa €130.000 millones adicionales). Por otra parte, se aclara que el EFSF es un fondo creado por los miembros de la zona del euro en 2010, previo a la puesta en marcha del actual Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) en 2012, este último de carácter permanente. Para más información del canje de deuda griega, ver apartado “Canje de deuda griega y comparación con la reestructuración de pasivos de la Argentina (cambios 2005-2010)” en el **Informe de Inflación del BCRA** del segundo trimestre de 2012.

En función de la condicionalidad asociada a estos dos programas de asistencia —centrada en medidas de ajuste fiscal y reformas estructurales—, se verificó un superávit fiscal primario y un saldo positivo en la cuenta corriente de Grecia a partir de 2013. Sin embargo, esto se dio en el marco de una continua caída del Producto en términos reales y un fuerte crecimiento en el desempleo (ver gráfico 1). Por otra parte, los dos programas de asistencia, sumados al canje de deuda con el sector privado, determinaron que, del saldo de la deuda pública griega a fines de 2014 (por encima de €320.000 millones, equivalentes a 177% del PIB), más del 80% estuviese en manos de acreedores oficiales: los países de la Comunidad Europea, el Banco Central Europeo (BCE) y el FMI (la llamada Troika)⁹⁰.

Gráfico 2 | Grecia. Evolución de Activos Financieros Seleccionados

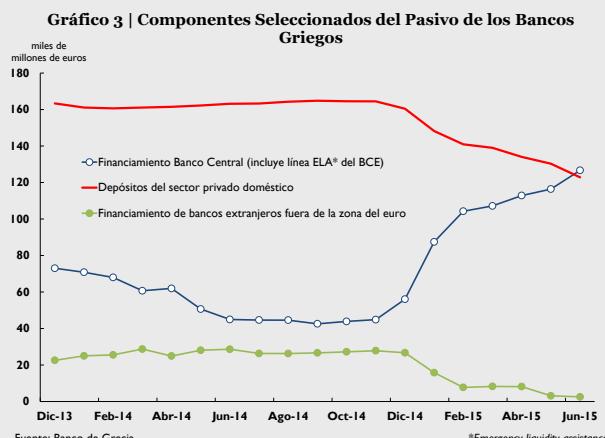


Pese a que en abril de 2014 Grecia volvió a colocar deuda en el mercado⁹¹, hacia fines de año, tanto los rendimientos de su deuda como la evolución de los depósitos privados en sus bancos, comenzaron a reflejar un escenario de renovada incertidumbre (ver gráfico 2). Esto se dio en función de diversos factores, incluyendo las elecciones anticipadas en Grecia de principios de 2015 y las dudas con respecto a la capacidad del país de cubrir sus necesidades de financiamiento de corto plazo. Si bien el

⁹⁰ Según estimaciones privadas, hacia 2011 (antes del canje de deuda) las tenencias de deuda griega en manos de acreedores externos representaban cerca de dos tercios del total. A igual fecha, más del 20% estaba en manos de acreedores domésticos (incluyendo bancos), cerca del 20% estaba en poder de bancos fuera de Grecia (incluyendo bancos de otros países de la zona del euro) y el resto en cartera de otros tenedores externos.

⁹¹ Colocó €3.000 millones de bonos a 5 años, con un retorno ligeramente por debajo de 5%. Esta fue la primera colocación de bonos desde 2010.

EFSF aprobó una extensión del programa (que vencía en febrero) hasta fines de junio del corriente año, a partir de marzo las relaciones con las autoridades griegas se fueron tensando de cara a las revisiones para aprobar los nuevos desembolsos. Las dificultades para lograr un acuerdo con los acreedores fueron acompañadas por una continua salida de depósitos de los bancos⁹² (ver gráfico 3). De esta forma, las entidades griegas tuvieron que hacer un uso cada vez más intensivo de fuentes de liquidez provistas por el BCE, con particular énfasis en la *Emergency Liquidity Assistance*, conocida como ELA.



La incertidumbre se intensificó a partir de abril, en función de los vaivenes en las negociaciones entre Grecia y las autoridades de la Troika con respecto a la posibilidad de acordar un nuevo programa de asistencia o volver a extender aquel aún vigente, incrementando la probabilidad percibida de un eventual *default* y las especulaciones sobre la posibilidad de una salida de Grecia de la zona del euro. Las tensiones continuaron en alza, alcanzando un pico luego de que el 26 de junio el primer ministro griego anunciara un referendo con respecto a los términos de la propuesta presentada por la Troika el día anterior⁹³. En respuesta a esto, las autoridades europeas dieron por concluidas las negociaciones hasta que se llevase a cabo el referendo, mientras que el BCE determinó que mantendría la asistencia a los bancos griegos a través de la línea ELA, sin cambios. Al mismo tiempo, desde el BCE se explicitó que se monitorearía la evolución de los mercados financieros y que se usarían todos los instrumentos disponibles para actuar ante situaciones con implicancias para la aplicación de la política monetaria.

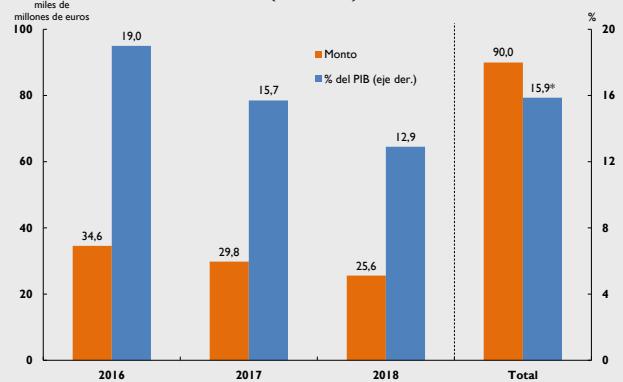
⁹² También se verificó una merma del financiamiento externo proveniente de bancos de países fuera de la zona del euro.

⁹³ Las autoridades griegas explicitaron que el voto al “NO” a las propuestas no implicaba apoyar la salida de Grecia de la zona del euro.

Ante la imposibilidad de atender la creciente salida de depósitos de las entidades financieras, el gobierno griego estableció un feriado bancario desde el 29 de junio hasta el lunes posterior al referendo (que luego se fue extendiendo) y se fijaron controles a los movimientos de capitales, incluyendo límites a las extracciones de efectivo y restricciones a las transferencias. Adicionalmente, se determinó que la bolsa griega se mantendría cerrada en forma indefinida. Por otra parte, el 30 de junio, fecha en la que finalizaba el segundo programa de asistencia, Grecia no pagó un vencimiento con el FMI por €1.700 millones.

Luego de que en el mencionado referendo ganara el rechazo a la propuesta presentada por la Troika, se retomaron las negociaciones entre las autoridades griegas y las europeas. Así, el 12 de julio se llegó a un principio de acuerdo para avanzar en un tercer programa de asistencia. Este sería fundamentalmente financiado por el Mecanismo Europeo de Estabilidad (aunque también participaría el FMI) y tendría una duración de 3 años, un período para el cual se estima que las necesidades de financiamiento del país ascenderán a algo menos de €90.000 millones (ver gráfico 4).

Gráfico 4 | Necesidades Brutas de Financiamiento Público (2016-2018)



Como condición para avanzar en la negociación de este tercer programa, se exigió que Grecia cumpliera previamente con una serie de medidas, incluyendo –en el corto plazo– la aprobación parlamentaria de cambios en el sistema impositivo (con foco en incrementar la recaudación a través del Impuesto al Valor Agregado –IVA–) y en el sistema de pensiones –sin afectar los gastos de defensa–, el refuerzo de la independencia legal del organismo de estadísticas griego, la introducción de recortes quasi-automáticos en el gasto en caso de verificararse desvíos de los objetivos fiscales, modificaciones al código civil (para mejorar el sistema de justicia civil) y la aplicación de la directiva europea para tratar bancos en problemas. También se comprometió a las autoridades griegas a avanzar en refor-

mas en diferentes mercados (de productos específicos, energético, laboral y financiero) y en la administración pública. Adicionalmente, se previó un programa de privatizaciones, cuyos ingresos –por hasta €50.000 millones– se traspasarían a un fondo independiente. Este fondo se utilizaría para recapitalizar bancos (con necesidades estimadas en un rango de €10.000-€25.000 millones), repagar deudas y realizar inversiones.

Luego de llegar a este principio de acuerdo, la Comisión Europea puso a disposición de Grecia un préstamo puente por aproximadamente €7.000 millones a 3 meses de plazo para enfrentar las necesidades de financiamiento hasta fines de julio de 2015. Estos fondos se destinaron principalmente a pagar lo adeudado al FMI desde fines de junio y cubrir vencimientos con el BCE. Por su parte, el BCE volvió a ampliar la asistencia de liquidez a los bancos griegos a través del esquema ELA. De esta manera, el lunes 20 de julio se reabrieron los bancos, aunque se mantuvieron, con ciertas modificaciones, los controles de capitales⁹⁴. Por su parte, el 3 de agosto reabrió la Bolsa de Atenas, aunque –en función de los controles existentes a los movimientos de capitales– con restricciones para ciertas operaciones por parte de agentes domésticos (que no podrán adquirir activos financieros con fondos de cuentas bancarias).

Se destaca que, en el marco del anuncio de un principio de acuerdo para un tercer programa de asistencia a Grecia, se determinó que la Comisión Europea trabajaría con las autoridades griegas para movilizar hasta €35.000 millones a través de varios programas, para fomentar la actividad económica y la inversión, y que de este monto se pre-financiarían €1.000 millones en forma inmediata. Asimismo, desde el Eurogrupo se explicitó que se considerará la necesidad de medidas adicionales en lo que respecta al endeudamiento del país, con la posibilidad de extender el período de gracia y los vencimientos de los pagos. Sin embargo, no se considerarían recortes nominales a la deuda.

Este último punto genera dudas en torno a la viabilidad de la implementación de este programa, dado que no se resuelve el problema de la sustentabilidad de la deuda griega, dificultad que, por otra parte, se vería agravada por el deterioro en el contexto económico, en función del cierre interino de los bancos y las medidas de controles de capitales (ver apartado 5). Por ejemplo, mientras que en

⁹⁴ Por ejemplo, se permitieron transferencias domésticas y –con límites– el uso de tarjetas de débito y crédito en el exterior por parte de residentes.

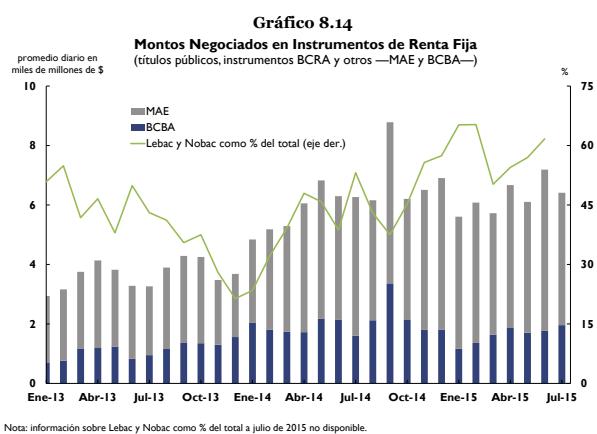
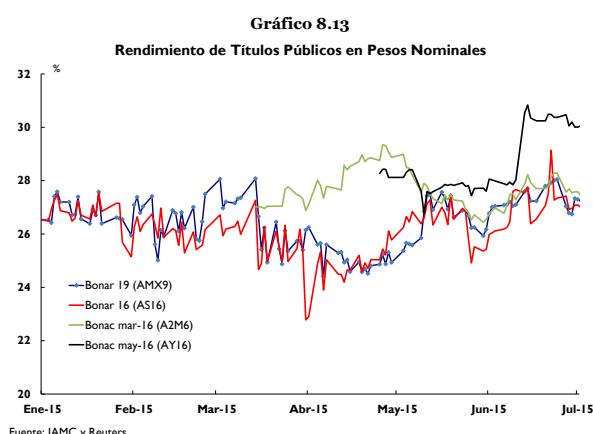
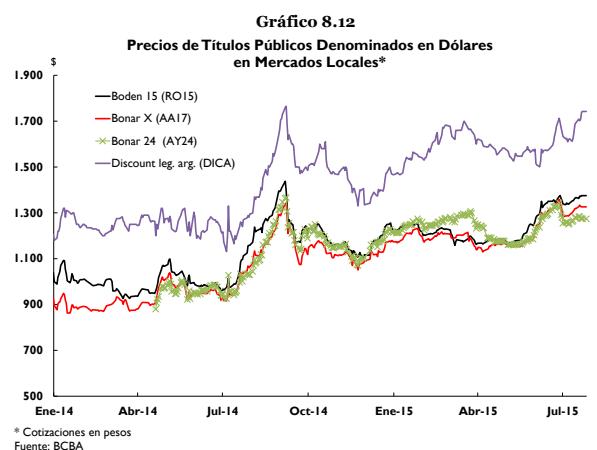
junio el FMI publicó un análisis según el cual el pico del ratio deuda / PIB alcanzaría 177%, un mes más tarde realizó una actualización de esta estimación, según la cual el ratio llegaría a registrar un máximo de 200% en los próximos dos años⁹⁵. Esta dinámica pone en evidencia la necesidad de avanzar en medidas para mejorar el perfil de endeudamiento, incluyendo no sólo la extensión de plazos sino también quitas en la deuda nominal.

Por último, a mediados de agosto se anunció que se había logrado un acuerdo a nivel técnico con respecto al Memorando de Entendimiento del tercer programa de asistencia, que posteriormente fue aprobado por el Parlamento griego⁹⁶. El acuerdo implica nuevo financiamiento del Mecanismo Europeo de Estabilidad por hasta €86.000 millones (que incluyen €25.000 millones para recapitalizar bancos). En el marco del acuerdo se contempla una serie de medidas de política sobre las que se avanzará, que comprenden –en línea con lo que se había planteado originalmente– la dimensión fiscal, reformas en mercados de productos y laboral, recapitalización de los bancos y privatizaciones. En los próximos meses deberán especificarse con más detalle las medidas a implementarse, por ejemplo, en relación a la reforma del sistema de pensiones y al sector financiero, además de diseñar un plan para el fondo de privatizaciones. En el caso particular del sector financiero, se destaca que antes de fin de año se llevará a cabo una revisión de la calidad de los activos de las entidades financieras y pruebas de tensión, que podrán implicar quitas a la deuda de tenedores senior (*bail-in*)⁹⁷. Por otra parte, si bien el acuerdo tuvo en cuenta el punto de vista del FMI, en un comunicado reciente su Directora (Christine Lagarde) remarcó que la deuda de Grecia no es sustentable y que resulta crítico que las autoridades europeas lleven a cabo compromisos concretos que provean de un alivio a la deuda en forma significativa.

⁹⁵ Ver “Greece: preliminary draft debt sustainability management” (FMI, junio de 2015) y “Greece: an update of IMF staff’s preliminary public debt sustainability analysis” (FMI, julio de 2015).

⁹⁶ Además pasaba a ser tratado por los parlamentos de países de la zona del euro. El Parlamento alemán aprobó el memorando en agosto.

⁹⁷ Se descartan el uso de quitas para los depositantes.



8.2 Mercado Local

Los precios de los activos financieros argentinos tendieron a mostrar mejoras en los mercados locales desde fines de mayo de 2015, aunque hubo excepciones⁹⁸. Los avances de precios fueron más marcados en los bonos del Gobierno. El monto de financiamiento por medio de instrumentos del mercado de capitales cayó en los últimos dos meses en relación con el bimestre previo, cuando hubo colocaciones por montos considerables de Obligaciones Negociables (ON) de YPF en el exterior.

En el mercado primario, el Gobierno Nacional continuó con las subastas de BONAC en moneda local. El monto colocado en las 5 subastas realizadas desde fines de mayo asciende a un Valor Nominal Original (VNO) de \$27.044 millones. Los rendimientos en base a los precios de corte se han mantenido relativamente estables. En la última licitación (23 de julio) se ubicaron en un rango de 26,7%-27% para los instrumentos con plazo de 0,8 a 1,2 años⁹⁹. Más recientemente, a mediados de agosto se colocó el equivalente a US\$1.087 millones en valor nominal original de un nuevo bono *dollar-linked* (BONAD 2017 con cupón semestral de 0,75%). La colocación se realizó a un precio sobre la par.

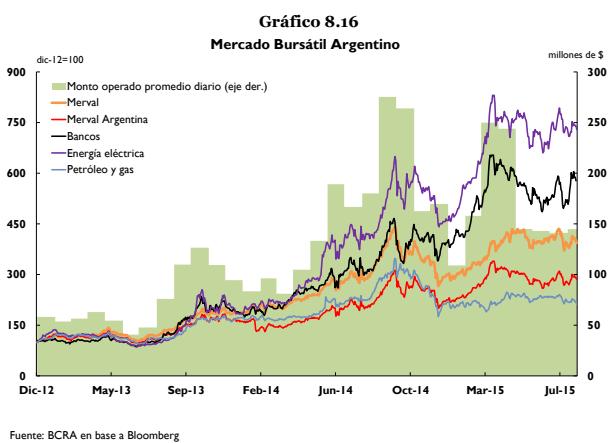
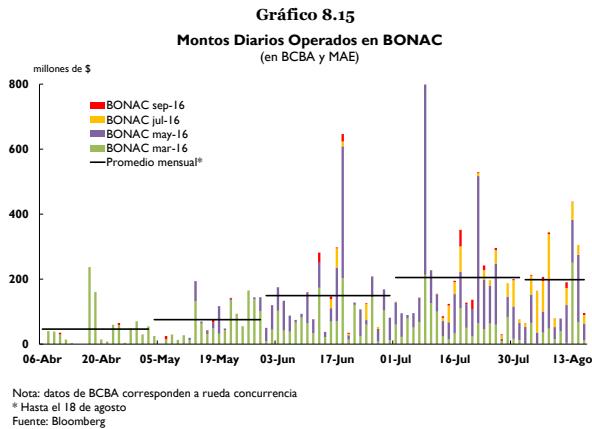
Desde fines de mayo los precios de los títulos públicos en dólares (con cotizaciones de referencia mayormente en moneda doméstica), tuvieron un comportamiento positivo en el mercado secundario. Así, las cotizaciones subieron 16% en promedio para el BODEN 15 y el BONAR X¹⁰⁰, los bonos más líquidos del mercado (ver gráfico 8.12). Por su parte, en los mercados internacionales los precios de títulos en moneda extranjera tuvieron un desempeño mixto, luego de verificar avances generalizados en los primeros 5 meses de 2015 (ver gráfico 8.2). Sin embargo, en un contexto de ampliación en los rendimientos de los bonos de largo plazo del Tesoro norteamericano, el *spread* de riesgo soberano (EMBI+ argentina) se mantuvo en niveles inferiores a los del año previo, por debajo de los 600 p.b. hasta mediados de agosto.

En el marco del litigio por la deuda argentina en los tribunales de Nueva York, se destaca que en los últimos meses hubo novedades vinculadas al debate global sobre la necesidad de limitar el accionar de

⁹⁸ Análisis en base a datos hasta el 18 de agosto. Posteriormente los activos financieros argentinos mostraron un comportamiento negativo, en línea con lo observado para la generalidad de los emergentes.

⁹⁹ Calculado sobre base trimestral.

¹⁰⁰ Considerando el BONAR 24 y el Discount, la suba promedio disminuye a 11%, mientras que para los bonos con legislación Nueva York el avance fue de 14%.



los *holdouts*. En junio el parlamento belga aprobó una ley con el objetivo de limitar los derechos de acreedores que buscan ganancias ilegítimas (determinando que el monto máximo a exigir a un Estado es el precio pagado al momento de adquirirse los instrumentos de deuda). Adicionalmente, a fines de julio el comité *ad hoc* de Reestructuración de la Deuda Soberana de la Organización de las Naciones Unidas (ONU) aprobó una serie de principios que serán tratados por la Asamblea General de la mencionada institución a principios de septiembre. Entre otras cuestiones, estos principios explicitan que los acuerdos de reestructuración aprobados por mayorías no podrán ser impedidos por minorías no representativas de acreedores.

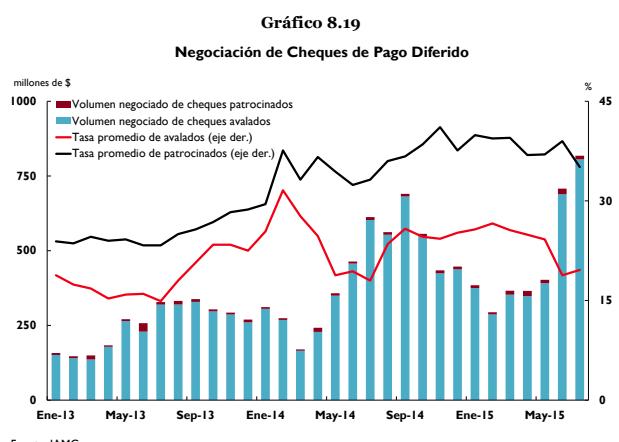
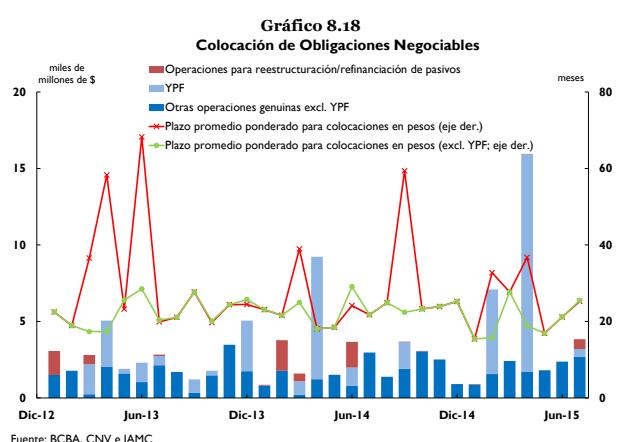
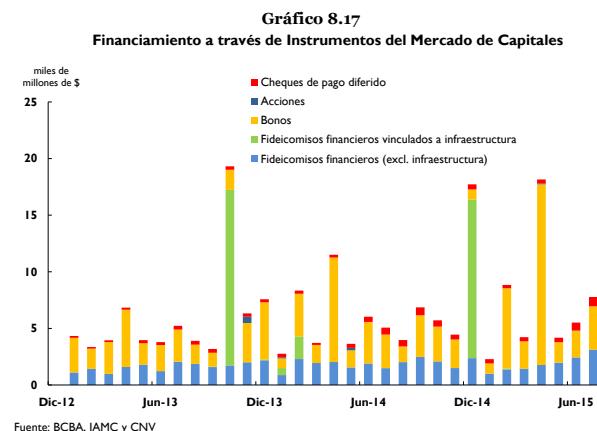
Los bonos denominados en dólares y pagaderos en pesos (*dollar-linked*) acumularon recortes en sus retornos desde fines de mayo, aunque más recientemente pasaban a evidenciar cierta volatilidad. En un contexto en el cual la tasa BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate) Bancos Privados tendió a subir, los rendimientos de los títulos en pesos nominales registraron tendencias dispares (ver gráfico 8.13). Los bonos en pesos con ajuste CER también tuvieron cambios mixtos.

La negociación de instrumentos de renta fija¹⁰¹ en los mercados locales promedió los \$6.800 millones diarios desde fines de mayo, con una suba de 8% interanual (i.a.) y de 12% con respecto al promedio de enero a mayo de 2015 (ver gráfico 8.14). Continúa siendo elevada la ponderación de las LEBAC en el total negociado de renta fija. Entre los títulos públicos más operados, en base a información del MAE, se encuentran los bonos denominados en dólares BODEN 15, BONAR X y BONAR 24, el bono denominado en dólares y pagadero en pesos, BONAD 16, y los BONAC con vencimiento en marzo y mayo de 2016, cuya liquidez ha ido incrementándose paulatinamente desde su colocación (ver gráfico 8.15).

En los últimos meses las acciones mostraron una creciente volatilidad. Desde fines de mayo hasta mediados de julio el Merval operó en alza, pasando a mostrar un comportamiento más errático más recientemente¹⁰² (ver gráfico 8.16). En lo que va del año el Merval registra un avance tanto en pesos como en dólares al tipo de cambio mayorista. El vo-

¹⁰¹ En base a montos de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y el Mercado Abierto Electrónico. Incluye títulos públicos del Gobierno Nacional, LEBAC y NOBAC, títulos provinciales, obligaciones negociables y otros.

¹⁰² Las cotizaciones en dólares de la renta variable argentina en los mercados bursátiles norteamericanos tuvieron resultados mayormente negativos entre fines de mayo y mediados de agosto, con una merma promedio de 1%.



lumen de operaciones se mantuvo en los últimos meses en torno a un promedio diario de \$145 millones por día.

En los últimos tres meses (mayo a julio), el financiamiento a través de instrumentos del mercado de capitales llegó a casi \$17.500 millones, con una merma de 44% con respecto a los tres meses anteriores, cuando hubo colocación de bonos de YPF en los mercados internacionales, al tiempo que en términos interanuales se da una suba de 18% (ver gráfico 8.17). Así, en lo que va del año se acumularon colocaciones por casi \$51.000 millones, con un avance de 32% respecto a igual período del año anterior, excluyendo operaciones de infraestructura y viviendas¹⁰³.

En mayo-julio se colocaron ON por más de \$8.000 millones (ver gráfico 8.18). Así, el volumen cayó con respecto a los tres meses previos (debido a menores montos de operaciones de YPF), mientras que a nivel interanual la merma fue muy ligera. Excluyendo operaciones YPF (debido a su magnitud) y de reestructuraciones de pasivos (por no tratarse de financiamiento genuino), el volumen en mayo-julio creció más de 20% contra los meses previos y 30% en relación a igual período de 2014. En las primeras semanas de agosto se mantenía el ritmo de colocaciones.

En términos sectoriales, se destacaron en mayo-julio los bancos y financieras, que explicaron más del 60% del volumen de emisiones. Prevalecieron las operaciones en moneda local¹⁰⁴ y siguió en aumento el uso de estructuras a tasa mixta.

El financiamiento a través de fideicomisos financieros fue de más de \$7.500 millones en mayo-julio, con un avance trimestral de 64% e interanual de 52% (sin incluir instrumentos vinculados a infraestructura y vivienda). Las tasas de corte exigidas para los valores senior de titulaciones de créditos de fiduciante de primera línea subieron en el trimestre. En las primeras semanas de agosto, el ritmo de operaciones tendía a disminuir.

La negociación de cheques de pago diferido tuvo un incremento de 88% en los últimos tres meses (ver gráfico 8.19). Este aumento se dio en un contexto de mayor liquidez de los fondos comunes de inversión dedicados a Pequeñas y Medianas Empresas

¹⁰³ Este año hubo una sola operación de este tipo en febrero por \$83 millones, mientras que el año pasado hubo dos en el primer bimestre por unos \$2.600 millones y una en diciembre por \$14.000 millones correspondiente al PROCREAR.

¹⁰⁴ Sólo hubo 3 series del tipo *dollar-linked*, del total de las 51 colocadas en mayo y julio.

(PyMEs; mayormente en cartera de inversores institucionales). El plazo de colocación de los instrumentos avalados (los más operados) subió, mientras que las tasas de descuento en este segmento cayeron. En las primeras semanas de agosto se observaba una disminución en los volúmenes negociados.

Apartado 5 / Un Ejercicio para Analizar la Sostenibilidad de la Deuda Pública en Grecia

Un elemento central de la discusión de política económica en la coyuntura griega concierne a la sostenibilidad de su deuda pública (ver apartado 4). Ella cobra un cariz particularmente complejo en dicha economía, dado que forma parte de una unión monetaria. En caso de que no se logre conseguir el financiamiento necesario para hacer frente a los vencimientos de deuda, o que el ajuste fiscal sea excesivo desde una perspectiva social, el financiamiento parcial con señorío (emisión) se erige como una posibilidad a ser considerada. A continuación se presentan ejercicios que permiten una primera aproximación al análisis de sostenibilidad de la deuda pública de Grecia.

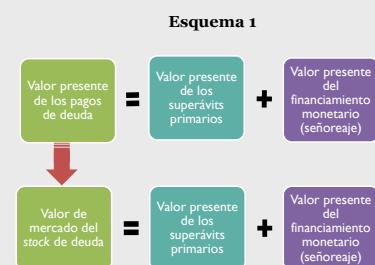
La metodología utilizada constituye una herramienta de análisis básico extensamente aplicada en la literatura empírica de solvencia fiscal¹⁰⁵. Es una representación muy simplificada que acota el análisis a tres variables: el nivel de endeudamiento en términos del Producto, la tasa de interés real de largo plazo (r) y la tasa de crecimiento de la economía de largo plazo (g). No se realizan consideraciones acerca de la composición del gasto público, la denominación de la deuda por moneda ni el tipo de acreedor. Si bien tales variables son relevantes en la coyuntura griega, se busca aproximarse al problema en grandes órdenes de magnitud. Los ejercicios se desarrollan sobre la base de que todos los ajustes necesarios se realizan en el período actual, sin tomar en cuenta cuestiones de secuencia temporal en su aplicación, ni dinámicas tales como la interacción prospectiva de las variables relevantes. Incorporar esto último es usual en los análisis de sostenibilidad fiscal desarrollados por el Fondo Monetario Internacional (FMI), entre otros organismos.

Sostenibilidad de la deuda pública y restricción intertemporal de presupuesto

Para este análisis, se parte de la restricción intertemporal de presupuesto del sector público. De acuerdo con esta condición, y en el caso que la economía disponga de política monetaria, el stock de

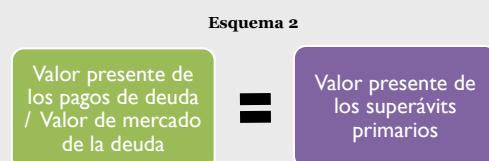
¹⁰⁵ Ver, por ejemplo, Blanchard, Olivier (1990): "Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators", *Organization for Economic Cooperation and Development Working Paper*, N° 79 (abril); Chalk, Nigel y R. Hemming, (2000): "Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice", *IMF Working Paper* N°81 (abril); Ley, Eduardo (2009): "Fiscal (and external) sustainability". MPRA Paper 13693, *University Library of Munich*.

deuda pública será sostenible toda vez que: el valor presente de los superávits fiscales primarios más el valor presente de los flujos de financiamiento monetario sean suficientes para hacer frente al valor presente de todo el sendero futuro de pagos de capital e intereses sobre la deuda pública. En equilibrio, el valor presente de dicho flujo será igual al valor de mercado del stock de deuda pública (ver esquema 1)



Si la economía no dispone de política monetaria, como es el caso de Grecia, el financiamiento monetario no será una opción; para cumplir la restricción intertemporal de presupuesto, todo el peso recae sobre el superávit fiscal (ver esquema 2).

Dado el stock de deuda, el cumplimiento de la restricción intertemporal de presupuesto puede ser consistente con numerosas configuraciones de la política fiscal. Por ejemplo, la economía podría presentar abultados déficits primarios y aun así su deuda ser sostenible, siempre que en el futuro sea capaz de generar superávits primarios de suficiente magnitud –aquella que iguale el valor presente de los superávits con el valor actual de mercado de su deuda.



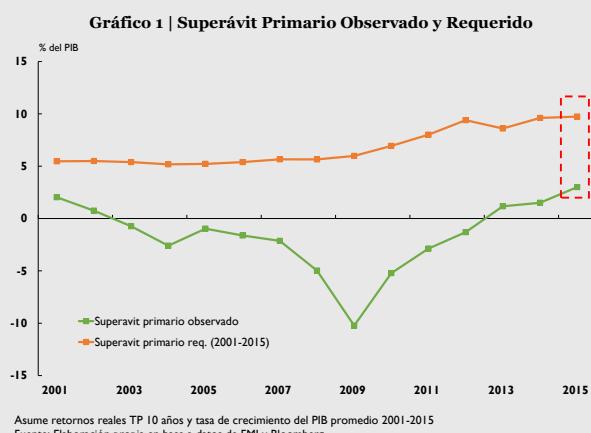
Ante los diversos sesgos posibles de política fiscal, una forma usual de evaluar la sostenibilidad de la deuda pública es calcular el ratio superávit fiscal primario/PIB requerido para mantener constante el ratio deuda pública/PIB observado en la actualidad. De esa manera, sostener en el tiempo el nivel del superávit primario requerido constituye una posible solución al cumplimiento de la restricción intertemporal de presupuesto.

La noción de superávit primario requerido permite evaluar la consistencia entre el resultado primario observado y el stock actual de deuda pública. Así, un superávit primario observado inferior al requerido podría constituir una señal de insostenibilidad del actual nivel de deuda pública.

El ratio superávit requerido/PIB depende de la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía, de la tasa de interés real de largo plazo y del stock de deuda actual sobre el Producto. Así, también puede calcularse qué valores deberían tomar esas variables a fin de que el superávit primario observado sea igual al superávit primario requerido para estabilizar el stock de deuda pública. Sobre tales alternativas se desarrollan los ejercicios siguientes.

Ejercicios propuestos

El primer ejercicio consiste en estimar el superávit primario requerido para que el ratio deuda pública /PIB observado actualmente en Grecia sea sostenible. Ello fue calculado para cada uno de los años del período 2001-2015, con el correspondiente nivel de deuda en cada año (ver gráfico 1). Para ello se utilizó como tasa de crecimiento de largo plazo el promedio observado en el período 2001-2015 (0,16% anual). Para la tasa de interés real se utilizó el retorno real promedio de un bono del tesoro griego a diez años para igual período (5,66% anual).

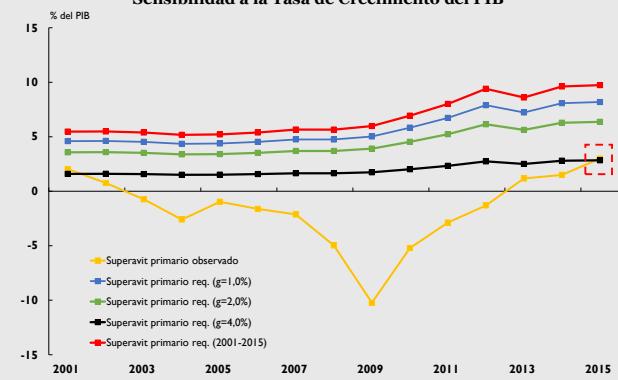


A pesar del fuerte ajuste fiscal de los últimos años, el superávit primario observado en 2015 (3,0% del PIB), resulta significativamente inferior al requerido (10% del PIB) para que el actual stock de deuda pública (177% del PIB) sea sostenible, bajo los supuestos mencionados. Ello implica un ajuste fiscal del orden de siete puntos porcentuales del PIB para llevar la deuda a un nivel sostenible.

En el segundo ejercicio, se busca responder la siguiente pregunta: ¿cuál debería ser la tasa de crecimiento de la economía para que el ratio deuda

pública/PIB actualmente observado sea sostenible? Para ello se utilizó el mismo retorno real de largo plazo que en el ejercicio anterior.

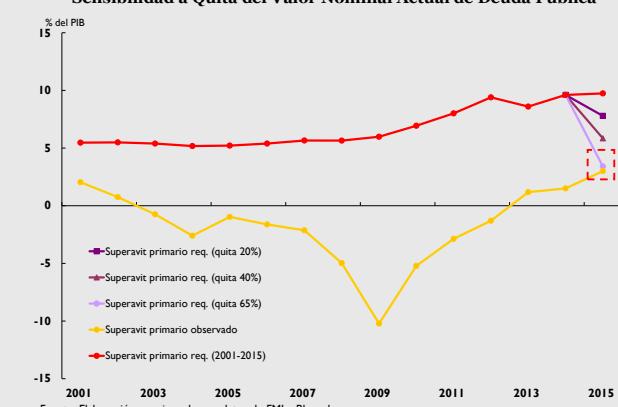
Gráfico 2| Superávit primario Observado y Requerido. Sensibilidad a la Tasa de Crecimiento del PIB



Se precisa de una tasa de crecimiento del Producto de largo plazo del 4% anual para la sostenibilidad de la deuda actual: este requerimiento resulta extraordinariamente exigente, si se tiene en cuenta que el crecimiento promedio de Grecia en el período 2001-2015 fue sólo del 0,16% anual, y del 0,98% si se extiende el período hasta 1980 (ver gráfico 2). Si se quiere evitar el fuerte ajuste adicional del ejercicio anterior, entonces la economía debe crecer a tasas significativamente más altas que el promedio de las últimas tres décadas.

También cabe preguntarse cuál debería ser la quita sobre el valor nominal actual de la deuda pública griega para que el superávit primario observado sea consistente con la sostenibilidad de la deuda pública actual, dada la tasa de crecimiento y el retorno real asumidos en el primer ejercicio (ver gráfico 3)

Gráfico 3 | Superávit Primario Observado y Requerido. Sensibilidad a Quita del Valor Nominal Actual de Deuda Pública

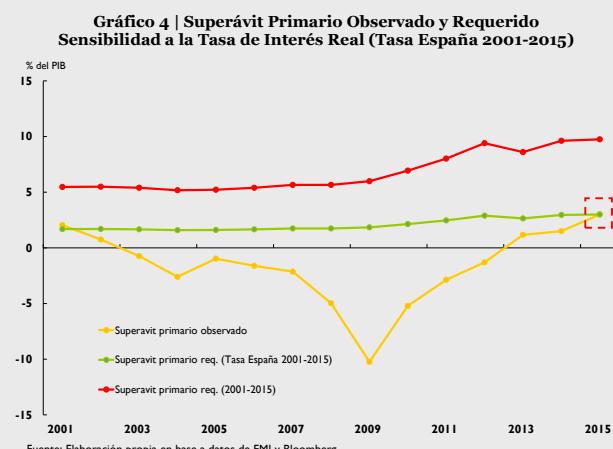


De realizarse completamente en 2015, la quita requerida sobre el valor nominal de la deuda pública ascendería a 65%, lo que llevaría el ratio deuda pública/PIB de 177% a 62%. Sólo con una quita de

esa magnitud el resultado primario observado este año sería igual al que permite estabilizar el stock de deuda a Producto, bajo los supuestos asumidos.

En el cuarto ejercicio se analiza cuánto influye la tasa de interés real de largo plazo en la sostenibilidad de la deuda: para ello, se calcula si el actual nivel de endeudamiento sería consistente con el resultado fiscal, en el caso de que el gobierno griego pagara por su deuda las tasas de otra economía europea. Se toma para ello el caso de España, cuya tasa promedio para un bono del tesoro a diez años en el período fue del 1,85% anual.

Si Grecia pagara las tasas de España por su deuda, su stock de deuda actual sería consistente con el resultado primario de 3,0% del PIB (ver gráfico 4). Ahora bien, el actual ratio de deuda pública/PIB de España es del 99,4% del Producto, un nivel 43% inferior al de Grecia. Nuevamente, esto sugiere que el nivel de endeudamiento griego no es sostenible.



Las dificultades que enfrenta actualmente Grecia han llevado a considerar la posibilidad de que la economía abandone el euro, y de esa manera recupere la autonomía monetaria. Sin embargo, los costos de esta eventual decisión no pueden ser soslayados. La estructura contractual de la economía se encuentra denominada en euros desde hace catorce años, y con ella la estructura de precios relativos que allí se determina. Para que el abandono del euro permita disponer rápidamente de financiamiento monetario (señoreaje), los habitantes deberían adaptar los contratos a la nueva moneda, y aceptar la nueva estructura de precios relativos respecto de las restantes economías de la región. Por otra parte, el abandono del euro implicaría automáticamente un incremento del endeudamiento en términos del Producto, medido en la nueva moneda.

Una ventaja de analizar el problema desde la perspectiva de la restricción intertemporal de presu-

puesto es que permite cuantificar esta dimensión monetaria del problema. Para ello, se estima cuál debería ser el valor presente del financiamiento monetario o señoreaje para que el ratio de endeudamiento actual sea sostenible, dado el superávit primario observado en el período y asumiendo las tasas de crecimiento y de interés de largo plazo del primer ejercicio.

Aún sin tener en cuenta el eventual incremento del endeudamiento que implicaría el abandono del euro, estabilizar el ratio de deuda pública a PIB en los niveles actuales —manteniendo el actual superávit en términos del PIB durante todos los períodos futuros— requeriría de un señoreaje equivalente a un flujo anual de 9,9% del PIB durante veinte años. Se trata de un valor anormalmente alto; no parece viable suponer que los habitantes de una economía que abandona la unidad de cuenta vigente durante los últimos catorce años estarían dispuestos a demandar una nueva moneda por un flujo equivalente a diez puntos adicionales del producto cada año. Tal monto de señoreaje puro requerido sólo fortalece el resultado de los ejercicios anteriores, que sugieren la insostenibilidad del actual nivel de endeudamiento griego.

En resumen, el análisis presentado es sólo una primera aproximación, pero válida para poner de relieve que el superávit fiscal promedio requerido para hacer el actual nivel de deuda sostenible implica alternativamente: un esfuerzo fiscal de gran magnitud en términos del PIB; un crecimiento promedio anual varias veces superior al promedio de las últimas décadas; o una quita de la deuda de orden superior al 50%. Incluso una salida de la zona del euro, con ingresos por señoreaje, requiere el equivalente a un flujo de emisión monetaria real sin precedentes en la experiencia moderna. Si bien estos resultados son indicativos, apuntan en la misma dirección cualitativa de otros publicados recientemente¹⁰⁶ acerca de la necesidad de reestructurar la deuda griega a fin de hacerla sostenible.

Anexo

El esquema 1 puede reexpresarse como

$$d = VPs + VP\psi$$

Donde d es el ratio actual de deuda pública bruta a PIB y VPs es el valor presente en términos del PIB de todo el sendero futuro de superávits primarios públicos. Por su parte, $VP\psi$ representa el valor presente de todos los flujos futuros de señoreaje

¹⁰⁶ Ver Fondo Monetario Internacional, “Preliminary draft debt sustainability analysis”, *IMF Country Report No. 15/165*, 26 de junio de 2015.

—señoreaje puro (emisión) e impuesto inflacionario—. Resolviendo el valor presente del superávit primario imponiendo el supuesto de que el ratio superávit primario / PIB se mantiene constante para todo período “t” en un nivel \tilde{s} , la expresión anterior resulta:

$$d = \left[\frac{1+g}{r-g} \right] \cdot \tilde{s} + VP\psi \quad (\text{A})$$

Donde g es la tasa de crecimiento del PIB de largo plazo, r es el retorno real de largo plazo de un título representativo de la deuda pública. El superávit requerido para mantener el ratio deuda / PIB constante en presencia de señoreaje resulta entonces:

$$\tilde{s} = \left(\frac{r-g}{1+g} \right) \cdot (d - VP\psi) \quad (\text{B})$$

La expresión análoga a (B) pero para el caso del esquema 2 (en ausencia de señoreaje), resulta:

$$\tilde{s} = \left(\frac{r-g}{1+g} \right) \cdot d \quad (\text{C})$$

Las expresiones (B) y (C) corresponden a las utilizadas en los ejercicios desarrollados a lo largo del apartado.

9 Política Monetaria

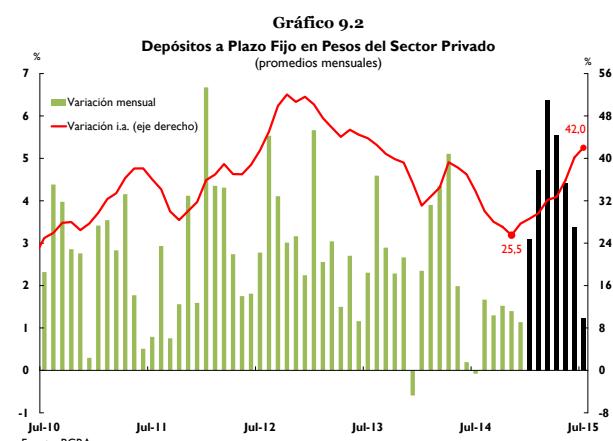
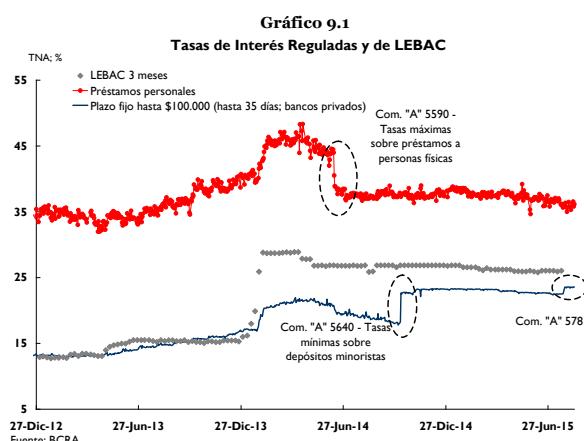
Los agregados monetarios continuaron mostrando un mayor dinamismo durante los primeros siete meses del año. El mayor crecimiento estuvo impulsado por el comportamiento de los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado: estos registraron un aumento de 32,4% en los primeros siete meses de 2015. Se comprobaron alzas tanto en el segmento mayorista como en el minorista, de 29,6% y 35,6%, respectivamente. Los depósitos de menos de \$1 millón registraron tasas de crecimiento mensual cercanas al 4%, favorecidos por el esquema de tasas de interés mínimas para las personas físicas establecido por el BCRA. En los últimos doce meses el crecimiento de los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado superó el 40%.

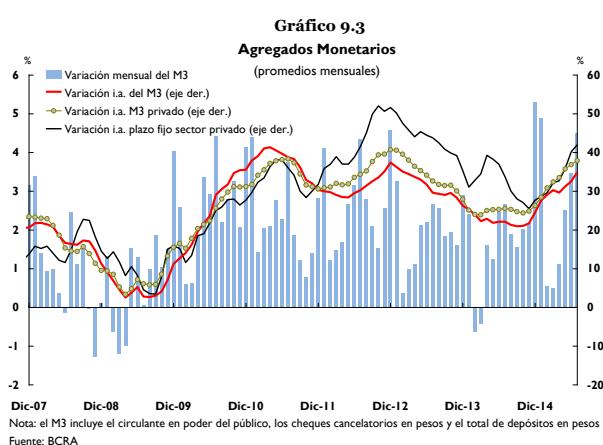
Con vigencia a partir del 27 de julio, el BCRA amplió la cobertura del esquema de tasas de interés mínimas para los depósitos a plazo fijo. El monto de los depósitos alcanzados por la medida se amplió de \$350 mil hasta \$1 millón, y abarcará tanto a aquellos realizados por las personas físicas como por las personas jurídicas. Adicionalmente, dispuso un aumento de las tasas de interés mínimas, igualando los rendimientos recibidos por familias y empresas: ello implica un aumento de los rendimientos de entre 1 punto porcentual (p.p.) y 2,1 p.p. para las primeras y de entre 4,7 p.p. y 7,6 p.p. para las segundas. La nueva estructura de tasas de interés mínimas favorece los depósitos de plazos más largos, al fijar como referencia la tasa de interés de LEBAC de 120 días para las colocaciones de 90 días o más, mientras que mantiene la correspondiente a la LEBAC de 90 días para los depósitos de hasta 89 días.

El BCRA continuó implementando sus políticas tendientes a estimular el crédito, especialmente aquel destinado a financiar a la actividad productiva de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs). Extendió la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP) durante el segundo semestre de 2015, ampliando su volumen de financiamiento (a 7,5% de sus depósitos en pesos del sector privado, en los primeros años de esta línea este coeficiente era del 5% y en el primer tramo de este año se lo había elevado hasta 6,5%) y disminuyendo las tasas de interés (de 19% a 18% nominal anual), en tanto, el plazo mínimo de financiación se mantuvo en 36 meses. Entre los nuevos destinos elegibles, se destacan las financiaciones para la compra de maquinaria agrícola, vial e industrial, el crédito a microemprendedores y el financiamiento a personas físicas para la adquisición de vivienda mediante la cesión en garantía de los derechos sobre fideicomisos para la construcción de esos inmuebles. Adicionalmente, se tomaron medidas crediticias para paliar los efectos de los damnificados por el temporal, permitiendo incluir en la LCIP las financiaciones otorgadas a personas afectadas por catástrofes causadas por factores climáticos, en zonas declaradas como emergencia por desastres naturales, tales como: inundaciones, terremotos o sequías.

Estas iniciativas, dirigidas a fomentar el crédito al sector productivo, junto con aquellas destinadas a promover el crédito en condiciones más favorables para las familias, continuaron aportando al dinamismo de los préstamos, que desde inicios de año aceleraron su ritmo de crecimiento interanual. En julio, los préstamos en pesos al sector privado alcanzaron una variación interanual (i.a.) de 30,1%, acumulando un aumento de 9,8 p.p. en lo que va del año.

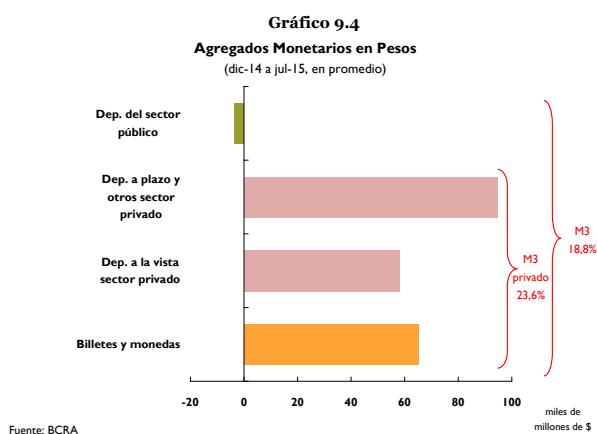
Las reservas internacionales aumentaron US\$2.500 millones en los primeros siete meses de 2015, alcanzando a fin de julio US\$33.943 millones. Los principales factores que impulsaron este crecimiento fueron las compras netas de divisas del BCRA en el mercado de cambios, las colocaciones de deuda pública y la utilización de parte del acuerdo de swap de monedas con el Banco Central de la República Popular de China.



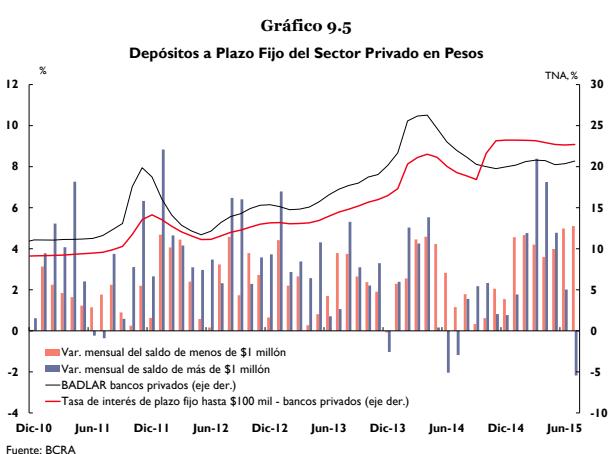


9.1 Agregados Monetarios ¹⁰⁷

Los agregados monetarios continuaron mostrando un mayor dinamismo durante los primeros siete meses del año. El agregado en pesos más amplio ($M3^{108}$) registró un crecimiento de 18,8% y presentó en julio una variación interanual (i.a.) de 34,9%, mientras que el $M3$ privado creció en los primeros siete meses del año 23,6% y registró en los últimos doce meses un aumento de 37,9% (ver gráfico 9.3). Tanto las compras de divisas del BCRA como las operaciones del sector público y el incremento de los préstamos en pesos del sector privado contribuyeron a ese crecimiento.



Si bien todos los componentes del $M3$ privado aumentaron en el período, se destacó el incremento de los depósitos a plazo fijo (ver gráfico 9.4). El notable aumento de tales colocaciones (32,4%) motivó una nueva aceleración en su variación interanual, superando el 40%. De esta forma, las colocaciones a plazo fijo continuaron ganando participación en el $M3$ privado, alcanzando un peso cercano a 33%, que resultó 2,9 puntos porcentuales (p.p.) mayor al que tenía dos años atrás. Dentro del incremento del período, se comprobaron aumentos tanto en el segmento mayorista como en el minorista, de 29,6% y 35,6%, respectivamente. Los depósitos a plazo de menos de \$1 millón mantuvieron un elevado dinamismo durante los primeros siete meses del año, registrando tasas de crecimiento mensual cercanas a 4%, favorecidos por el esquema de tasas de interés mínimas establecido por el BCRA para los depósitos de las personas físicas, vigente desde octubre de 2014 (ver gráfico 9.5). En este sentido, y con el objetivo de profundizar el estímulo al ahorro en pesos, a partir del 27 de julio, el BCRA elevó el piso de las tasas de interés que los bancos pagan a los ahorristas, amplió el monto de los depósitos alcanzados y lo hizo extensivo tanto a las personas físicas como a las personas jurídicas¹⁰⁹ (ver subsección 9.3).

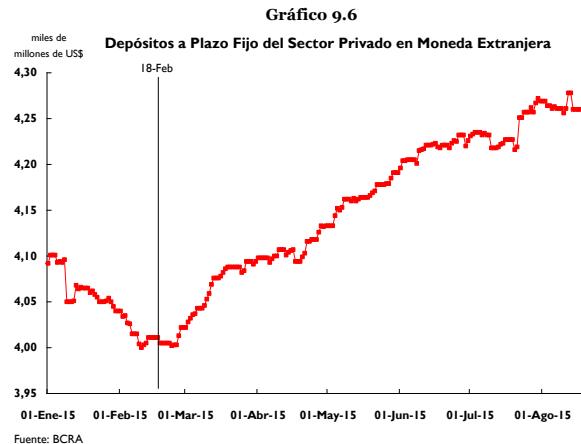


Por su parte, los depósitos a la vista exhibieron en los primeros siete meses de 2015 un crecimiento de 18% que, junto al aumento mencionado de las colocaciones a plazo, llevaron a que el total de depósitos en pesos del sector privado alcanzara un alza de 24,5% en el período, acumulando en el último año un aumento de 38,5%.

¹⁰⁷ Excepto que se indique lo contrario, las cifras a las que se hace referencia a lo largo de la subsección son promedios mensuales de datos diarios.

¹⁰⁸ Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos en pesos.

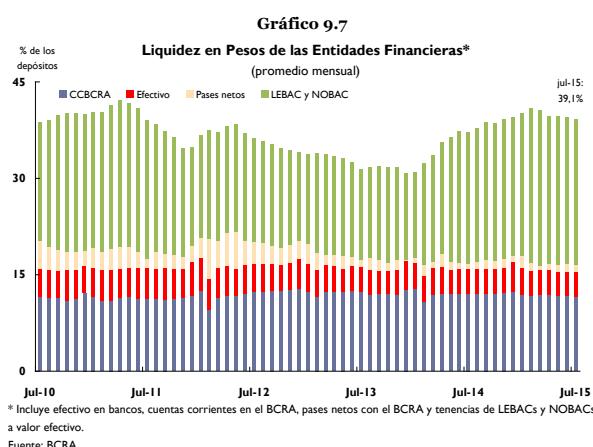
¹⁰⁹ Ver Comunicación “A” 5781.



Los depósitos en moneda extranjera presentaron un aumento de 18,3% en los primeros siete meses de 2015, con incrementos tanto en los pertenecientes al sector público como en los correspondientes al sector privado. Entre estos últimos, continuó destacándose la evolución de los depósitos a plazo, que comenzaron a aumentar a partir de la última semana de febrero (ver gráfico 9.6). Este comportamiento estuvo impulsado por el accionar del BCRA, que en febrero realizó ajustes tanto a la retribución de las LEBAC en dólares que suscriben las entidades como al margen entre ésta y la tasa de interés que ellas pagan por sus depósitos; ello para generar incentivos al mantenimiento de los ahorros en moneda extranjera en el sistema financiero. De este modo, en los primeros siete meses de 2015 el agregado más amplio, M3^{*110}, mostró un aumento de 19,3% (35% i.a.).

Por último, la base monetaria alcanzó un saldo promedio mensual de \$517.033 millones en julio, mostrando un incremento de 16,7% durante los primeros siete meses de 2015. Entre sus componentes, se comprobó un crecimiento tanto en las reservas bancarias (compuestas por el efectivo en entidades financieras y los saldos de las cuentas corrientes de las entidades financieras en el BCRA) como en el circulante en poder del público. En términos interanuales, su variación se ubicó en torno a 34,7%.

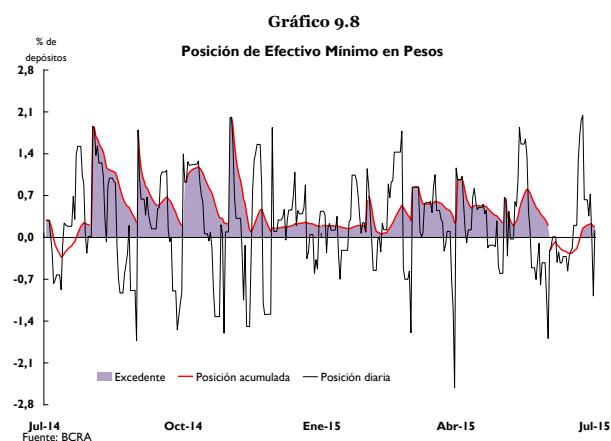
9.2 Liquidez Bancaria



Durante los primeros siete meses del año el ratio de liquidez en el segmento de moneda nacional (definido como la suma del efectivo en bancos, las cuentas corrientes en el BCRA, los pases con el BCRA y tenencia de LEBAC, en términos de los depósitos) se mantuvo relativamente estable en los altos niveles que venía mostrando, y se ubicó en julio en 39,1% del total de depósitos en pesos (ver gráfico 9.7). Los cambios en su composición estuvieron asociados a cuestiones estacionales, relacionadas a los primeros meses del año. En particular, al comparar julio de 2015 con diciembre del año previo, se verificó un incremento de la liquidez excedente mantenida en pases con el BCRA y en LEBAC, en detrimento de la proporción de la cuenta corriente y el efectivo en bancos.

La posición del régimen de efectivo mínimo (diferencia entre la integración y la exigencia neta de

¹¹⁰ Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos en pesos y moneda extranjera.



deducciones) continuó siendo excedentaria, y representó el 0,2% de los depósitos totales en pesos (ver gráfico 9.8).

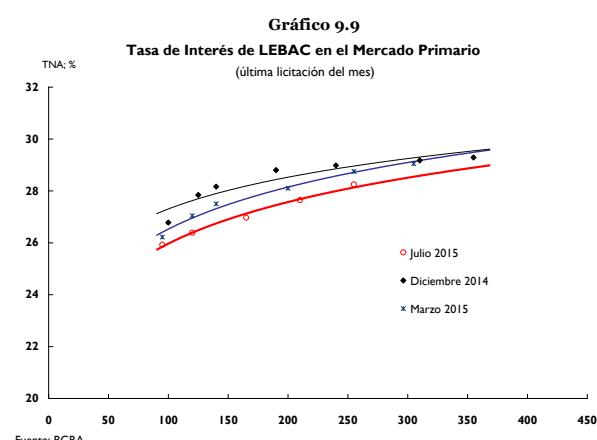
Por último, en el segmento en moneda extranjera, la liquidez se mantuvo elevada, ubicándose en un monto equivalente a 95,7% del total de depósitos en dólares. Esto representó un descenso respecto a diciembre del año anterior. En particular, se observó un incremento del saldo de LEBAC en dólares (impulsado por el cambio normativo establecido por el BCRA a fines de febrero) compensando parcialmente la disminución de la proporción de los demás activos líquidos.

9.3 Tasas de Interés¹¹¹

La modificación de la Carta Orgánica del BCRA en 2012, dotó a la autoridad monetaria de una mayor capacidad para regular el crédito y las tasas de interés. En este marco, con el objeto de mejorar las condiciones de financiamiento de la actividad económica y apuntalar la demanda de dinero, el Banco Central estableció límites a ciertas tasas de interés, fijando máximos a las aplicadas a determinadas líneas de préstamos, y mínimos a las pagadas por algunos tipos de depósitos.

En los primeros siete meses del 2015, el BCRA redujo levemente las tasas de interés de las LEBAC que coloca cada semana en el mercado primario. La disminución se produjo fundamentalmente en el tramo medio de la curva de rendimientos, en las especies de entre 120 y 250 días de plazo, donde se observaron recortes de entre 1,5 p.p y 1 p.p en las tasas de interés. De esta manera, al finalizar julio las tasas de interés de las LEBAC a tasas predeterminadas –a plazos de 95 días y 120 días– se ubicaron en 25,9% y 26,4%, respectivamente; mientras que la tasa de interés de la especie adjudicada con mayor madurez, a 255 días de plazo, se ubicó en 28,3% (ver gráfico 9.9). Cabe mencionar que, hacia fines de marzo, en coordinación con el Tesoro Nacional (TN), que comenzó a realizar colocaciones de instrumentos en pesos con vencimiento en 2016 (BONAC), se dejaron de licitar LEBAC a plazos superiores a los 300 días.

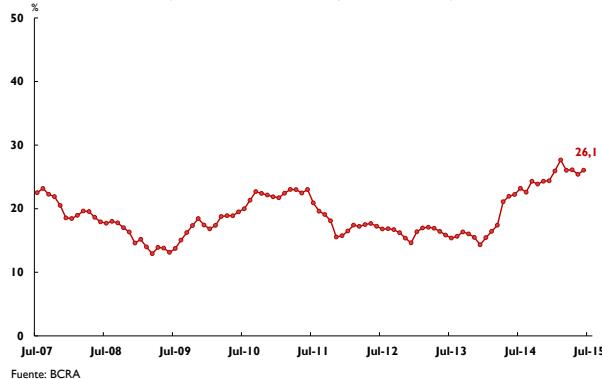
Al finalizar los primeros siete meses del año, el saldo nominal en circulación de LEBAC en pesos se ubicó en \$338.409 millones, 29% por encima del



¹¹¹ Las tasas de interés que se mencionan en esta subsección se refieren a Tasas Nominales Anuales (TNA).

Gráfico 9.10

Títulos del BCRA en Entidades Financieras en Relación al Total de Depósitos Pesos
(títulos a valor nominal; saldos promedio mensuales)



Fuente: BCRA

registrado a fines de 2014. El aumento entre enero y julio de 2015 fue impulsado por mayores tenencias de entidades financieras, fundamentalmente privadas en el primer trimestre del año, y públicas posteriormente. De esta manera, el stock de LEBAC en entidades financieras fue equivalente a, aproximadamente, 26%¹¹² de los depósitos totales en pesos (ver gráfico 9.10). Asimismo, se destacó el aumento de las tenencias de inversores institucionales: compañías de seguros, administradoras de riesgos de trabajo y fondos comunes de inversión de renta fija, que en julio de 2015 concentraron el 22% del stock total, 12 p.p. más que en el mismo mes de 2014.

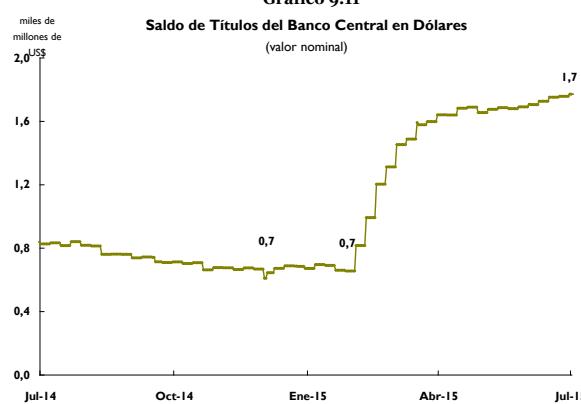
En lo que respecta a las LEBAC en moneda extranjera, en febrero de 2015 el BCRA resolvió aumentar las tasas de corte de las especies que adjudica en el mercado, ajustando tanto el margen que perciben las entidades financieras que suscriben LEBAC en dólares, como las tasas de interés mínimas que reciben los depositantes por sus colocaciones a plazo en moneda extranjera, con el objetivo de estimular el mantenimiento de los ahorros dentro del sistema financiero¹¹³. En este contexto, el stock de LEBAC en dólares finalizó julio de 2015 en US\$1.771 millones, más que duplicando el vigente en diciembre de 2014 (ver gráfico 9.11).

Las tasas de interés de referencia del mercado de pasos se mantuvieron sin cambios durante el primer semestre de 2015. Así, las tasas de interés de pasos pasivos para el BCRA para los plazos de 1 y 7 días permanecieron en 13% y 14%, respectivamente. En tanto, para los pasos activos y para los mismos plazos las tasas de interés se mantuvieron en 16% y 17%. Posteriormente, con vigencia a partir del 27 de julio, el BCRA alineó el corredor de tasas de interés de pasos. Desde esta fecha, las tasas de interés de pasos pasivos se ubicaron en 18% y 20% para 1 y 7 días, respectivamente; mientras que las de pasos activos pasaron a 23% y 24% para los mismos plazos.

Durante el primer semestre del año continuó vigente el esquema de tasas de interés mínimas establecido por el BCRA para los depósitos a plazo fijo en pesos que realicen las personas físicas por montos de hasta \$350 mil. Siguiendo la trayectoria de las tasas de interés de referencia –LEBAC con plazo más próximo a los 90 días– las tasas de interés mínimas descendieron levemente. En particular, la tasa de interés de

Gráfico 9.11

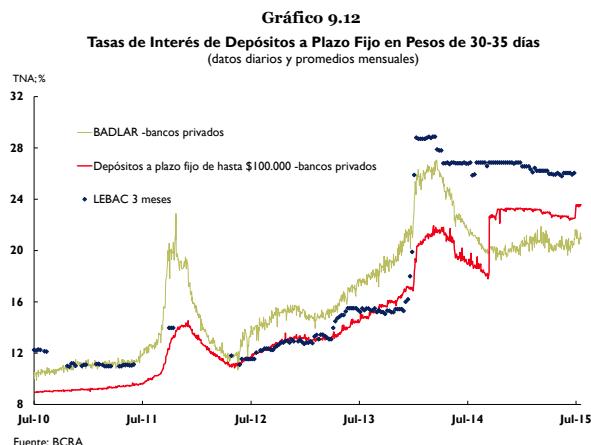
Saldo de Títulos del Banco Central en Dólares
(valor nominal)



Fuente: BCRA

¹¹² Cifra calculada en base al stock de LEBAC en valor nominal.

¹¹³ Ver Comunicación “A” 5711.



los depósitos a plazo fijo de hasta \$100 mil y hasta 35 días de plazo se mantuvo muy cercana a la mínima vigente para cada mes, promediando 22,6% en junio, 0,6 p.p. por debajo de su nivel en diciembre de 2014 (ver gráfico 9.12).

Con vigencia a partir del 27 de julio, el BCRA amplió la cobertura del esquema de tasas de interés mínimas para los depósitos a plazo fijo. El monto de los depósitos alcanzados por la medida aumentó de \$350 mil hasta \$999.999, y abarca tanto a aquellos realizados por las personas físicas como por las jurídicas. Adicionalmente, dispuso un aumento de las tasas de interés mínimas, que son las mismas para las personas físicas y jurídicas, y que implica un incremento de los rendimientos de entre 1 p.p. y 2,1 p.p., y de entre 4,7 p.p. y 7,6 p.p. para esos titulares, respectivamente. En efecto, durante la última semana de julio la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo de hasta \$100 mil y hasta 35 días de plazo alcanzó la nueva tasa de interés mínima para ese estrato de plazo (23,6%).

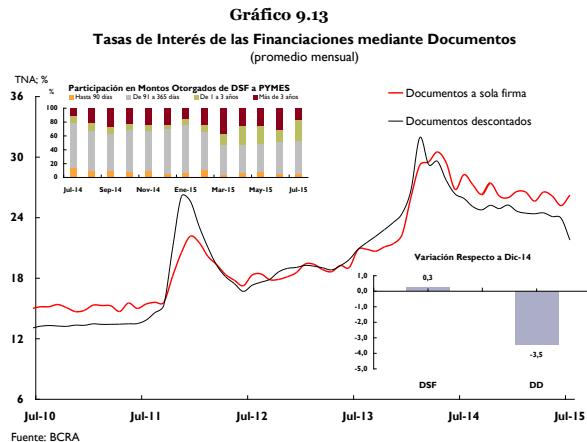
Asimismo, con el objetivo de beneficiar a los depósitos de plazo más largo, se incorporó como tasa de referencia para las imposiciones superiores a los 90 días la tasa de interés de la LEBAC más próxima a 120 días (ver tabla 9.1).

Con el propósito de instaurar condiciones más favorables para el crédito a las familias, en junio de 2014 se establecieron tasas de interés máximas para los préstamos a las personas físicas, esencialmente personales y prendarios automotores¹¹⁴. En este marco, el promedio mensual de la tasa de interés de los préstamos personales se ubicó en 36,4% en julio, acumulando un descenso de más de 1 p.p. respecto a diciembre y 8 p.p. por debajo de los niveles vigentes previos al establecimiento de los límites máximos. Para esta línea, las tasas de interés máximas vigentes en julio fueron 37,6% para las entidades del grupo I y 46,7% para las del grupo II y, en el caso de los préstamos con garantía prendaria, dichas tasas se ubicaron en 32,5% y 36,3%, respectivamente, más de 1 p.p. por debajo de los niveles de diciembre. En línea con estos descensos, también la tasa de interés de los préstamos prendarios se redujo en más de 1 p.p., promediando 25% en julio. Se destaca que la tasa de interés promedio de los préstamos prendarios se ubica marcadamente por debajo de los límites

Tabla 9.1
Nuevo Esquema de Tasas de Interés Mínimas - Vigente desde 27-Jul

Operaciones a Plazo Fijo	30 a 44 días	45 a 59 días	60 a 89 días	90 a 119 días	120 a 179 días	180 días o más
LEBAC de referencia (%)	25,9	25,9	25,9	26,4	26,4	26,4
Plazo de la LEBAC de referencia	90 días	90 días	90 días	120 días	120 días	120 días
Tasa de interés nueva (TNA)	23,6	24,1	25,1	25,6	25,9	26,2
Coeficiente respecto de LEBAC	0,91	0,93	0,97	0,97	0,98	0,99

¹¹⁴ De acuerdo a la Comunicación “A” 5590, se definieron dos grupos de entidades, cada uno de los cuales tiene distintas tasas de interés máximas, calculadas en base al producto de la tasa de interés de referencia por un coeficiente que depende del tipo de financiación y entidad de que se trate. El grupo I está compuesto por las entidades financieras que operan como agentes financieros de los gobiernos en todos sus niveles y por aquellas que concentran el 1% o más del total de depósitos del sector privado, mientras que el grupo II incluye a todas las entidades financieras no definidas en el I.



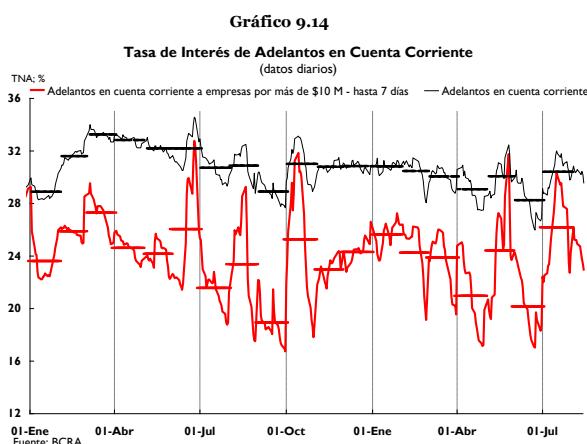
máximos (que se aplican exclusivamente a préstamos prendarios automotores). En este sentido, cabe mencionar que algunos préstamos de esta línea son otorgados en el marco de la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP), por lo que se acuerdan a tasas de interés relativamente más bajas. Así, por ejemplo, el fuerte descenso mensual de junio se explica por una mayor participación de los préstamos asociados a la LCIP, dado que se trata de un mes de finalización del primer tramo del cupo 2015.

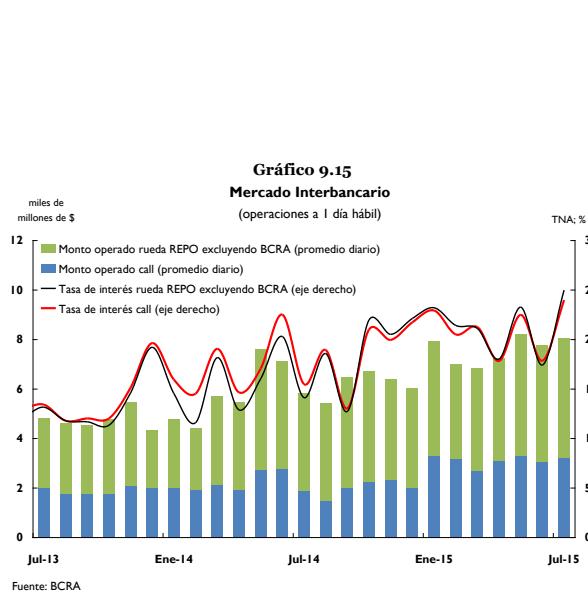
Como en el caso de los préstamos prendarios, las tasas de interés de las financiaciones instrumentadas mediante documentos recogieron el impacto de la finalización del primer tramo del cupo de 2015 de la LCIP y el inicio de la segunda etapa. En particular, el promedio mensual de la tasa de interés aplicada sobre el descuento de documentos fue de 21,9% en julio, más de 3 p.p. por debajo de la de diciembre (ver gráfico 9.13). Cabe destacar que en julio el Banco Central permitió que las entidades financieras puedan aplicar hasta un 25% del cupo del segundo semestre de 2015 de la LCIP al descuento de cheques de pago diferido de Micro, Medianas y Pequeñas Empresas (MiPyMEs), a una tasa de hasta el 18%, lo que se vio reflejado en el fuerte descenso de las tasas de interés de ese mes. Por su parte, en julio la tasa de interés promedio de los documentos a sola firma se ubicó en 26,3%, muy cercana al nivel observado en diciembre último.

Entre las tasas de interés determinadas por el mercado, el promedio mensual de la BADLAR de bancos privados –tasa de interés por depósitos a plazo fijo de \$1 millón y más, de 30-35 días de plazo– se ubicó en 20,7% en julio, 0,7 p.p. por encima del nivel de diciembre.

Entre las tasas de interés activas, la aplicada a los préstamos hipotecarios promedió 25,1% en julio, más de 3,5 p.p. por encima del cierre de 2014.

En tanto, la tasa de interés de los adelantos en cuenta corriente promedió 30,4% en julio, 0,4 p.p. por debajo del nivel de diciembre. Dentro de esta línea, los adelantos destinados a empresas, por más de \$10 millones y hasta 7 días de plazo, que representan cerca de un 25% del total de los adelantos en cuenta corriente, mostraron una alta volatilidad a lo largo del período analizado, en línea con requerimientos puntuales de liquidez por parte de las empresas, asociados a los vencimientos impositivos y al pago del medio sueldo anual complementario. En efecto, en julio registró un incremento mensual de cerca de



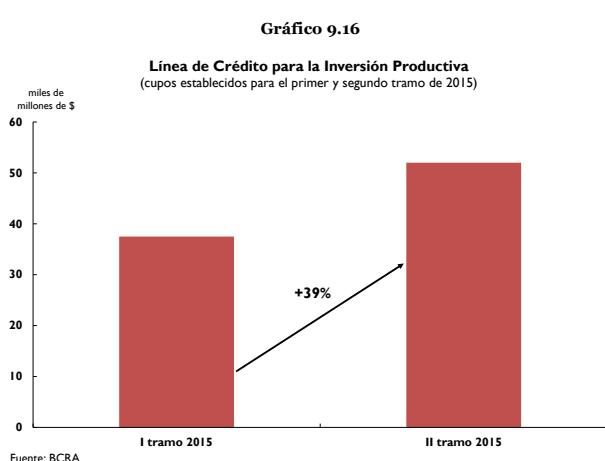


6 p.p. al promediar 26,2%, lo que la ubicó casi 2 p.p. por encima del nivel de diciembre de 2014 (ver gráfico 9.14).

Las tasas de interés de los mercados interfinancieros siguieron una evolución similar a la de adelantos a empresas de más corto plazo. En julio, en el mercado no garantizado (call) la tasa de interés de las operaciones a 1 día hábil promedió 24%. Asimismo, la tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil entre entidades financieras en el mercado garantizado (rueda REPO) se ubicó en 25% (ver gráfico 9.15). El monto promedio diario negociado se ubicó en alrededor de \$8.000 millones, compuesto fundamentalmente por operaciones en la rueda REPO que representa 60% del total.

9.4 Políticas de Financiamiento Productivo y Crédito al Sector Privado¹¹⁵

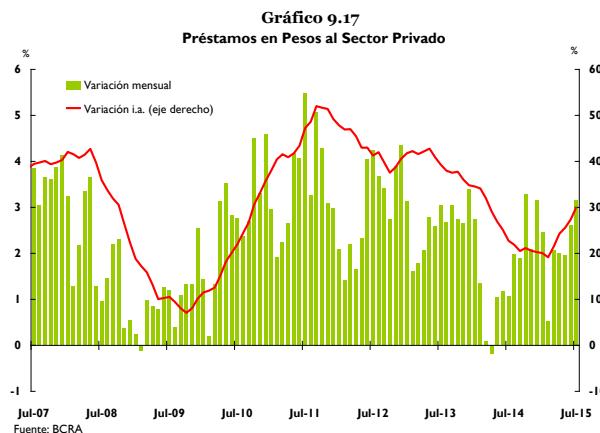
El Banco Central continuó implementando sus políticas tendientes a estimular el crédito, especialmente aquel destinado a financiar a la actividad productiva. En este sentido, extendió la LCIP durante el segundo semestre de 2015, ampliando el monto involucrado y disminuyendo las tasas de interés para estas financiaciones. De este modo, se profundiza una política que ha propiciado el aumento de la oferta de crédito para el sector productivo, especialmente para las MiPyMEs. En este nuevo tramo, las entidades financieras alcanzadas por la norma deberán destinar a estos créditos un monto equivalente al 7,5% de sus depósitos en pesos del sector privado (en los primeros años de esta línea este coeficiente era del 5% y en el primer tramo de este año se lo había elevado hasta 6,5%). Así, el volumen de financiamiento se amplía a un máximo de alrededor de \$52.000 millones¹¹⁶ (ver gráfico 9.16). Además, la tasa de interés máxima a la que deberán otorgarse los créditos se redujo de 19% a 18% nominal anual; en tanto, el plazo mínimo de financiación se mantuvo en 36 meses.



Asimismo, continúa promoviéndose el financiamiento a las empresas de menor tamaño dentro de las MiPyMEs y el destinado a realizar proyectos en regiones de menor desarrollo económico, a través de un mecanismo de incentivos que contempla una mayor imputación al cupo para estos destinos. En cuanto a los destinos elegibles de la LCIP, además

¹¹⁵ Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta subsección se encuentran ajustadas por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros que, si bien alteran los saldos contables, no afectan al financiamiento otorgado.

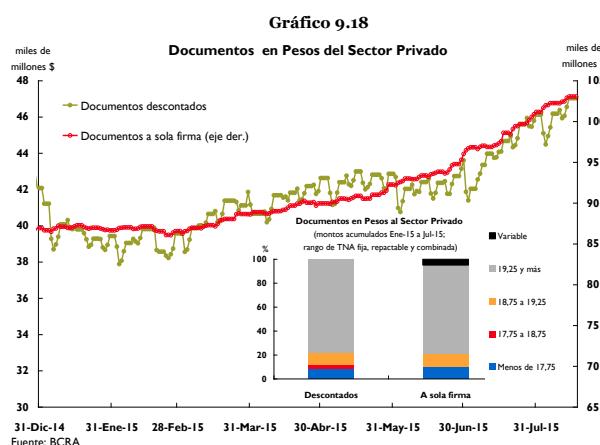
¹¹⁶ Si las entidades aplican los fondos a financiar a las empresas de menor tamaño dentro de las MiPyMEs o a proyectos en regiones de menor desarrollo económico, dichas financiaciones se imputarán al cupo con un coeficiente mayor a 1.



de los créditos hipotecarios clásicos, se adicionaron los créditos a personas físicas que apliquen esos fondos de manera directa a la adquisición de vivienda única de su grupo familiar mediante la cesión en garantía de los derechos sobre fideicomisos para la construcción de esos inmuebles. También se puede aplicar parte del cupo al financiamiento de microemprendedores, ya sea en forma directa o a través de instituciones de microcrédito.

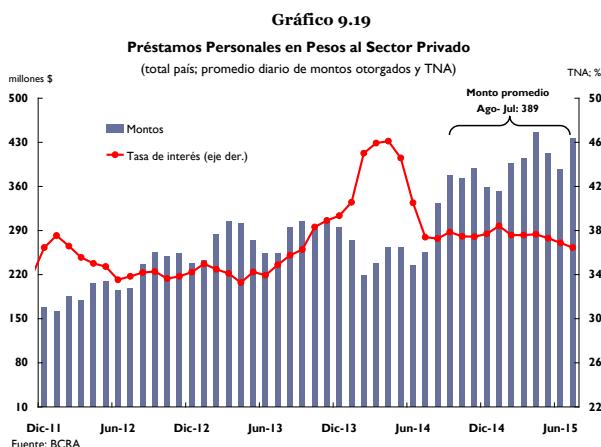
Por otra parte, el BCRA procura asegurar el fomento de la educación financiera a los efectos de promover una mayor inclusión y estabilidad financiera, condición previa necesaria para el logro de la inclusión social como derecho (ver apartado 6).

Adicionalmente, a fin de paliar los efectos de los damnificados por el temporal, se decidió incorporar las financiaciones otorgadas a personas afectadas por catástrofes causadas por factores climáticos, en zonas declaradas como emergencia por desastres naturales, tales como inundaciones, terremotos o sequías. Así, la tasa de interés máxima aplicada a estos préstamos será de 18%, menos de la mitad de la tasa máxima de un préstamo personal. También se permitió incluir a la LCIP las financiaciones para la compra de maquinaria agrícola, vial e industrial.



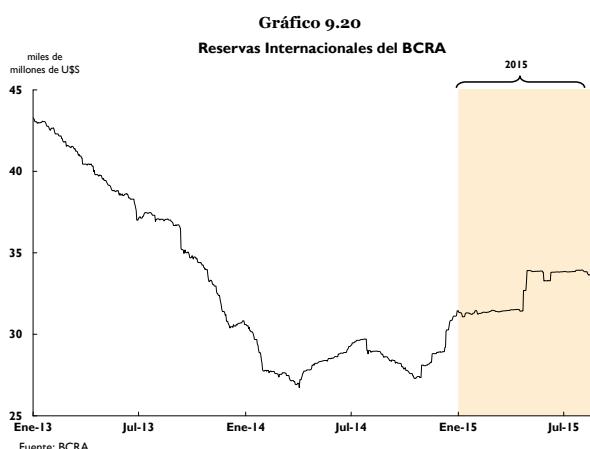
Estas iniciativas, dirigidas a fomentar el crédito al sector productivo, junto con aquellas destinadas a promover el crédito en condiciones más favorables para las familias, continuaron contribuyendo al dinamismo de los préstamos, que en los primeros siete meses del año aceleraron su ritmo de crecimiento interanual. En julio, los préstamos en pesos al sector privado presentaron una variación interanual de 30,1%, acumulando un aumento de 9,8 p.p. en lo que va del año (ver gráfico 9.17).

Entre las líneas que impulsaron el crecimiento de los préstamos se destacaron tanto las orientadas a financiar mayormente actividades comerciales, como las destinadas al consumo de las familias. En particular, los adelantos y los documentos crecieron en los primeros siete meses del año 25,4% y 12,4%, respectivamente. El crecimiento de los adelantos estuvo concentrado en enero y junio, meses en los cuales reflejó el aumento de la demanda de liquidez por parte de las empresas para afrontar el pago del medio Sueldo Anual Complementario (SAC) y además, recibió un impulso adicional vinculado a los vencimientos impositivos que afrontan



las empresas a mediados de mayo. De este modo, los adelantos registraron en julio un crecimiento de 20,5% i.a.. Por su parte, el aumento de las financiaciones mediante documentos también fue nutrido por las colocaciones para cumplir el cupo de la LCIP. En particular, el fuerte aumento que mostraron los documentos descontados en julio, primer mes de vigencia del nuevo tramo de la LCIP, estuvo vinculado a que las entidades financieras podían aplicar al descuento de cheques de pago diferido a MiPyMese hasta un 25% del cupo establecido para el segundo semestre del año (ver gráfico 9.18). De este modo, el total de documentos presentó una variación interanual de 35,3% en julio, acumulando un incremento de alrededor de 15 p.p. respecto a diciembre de 2014.

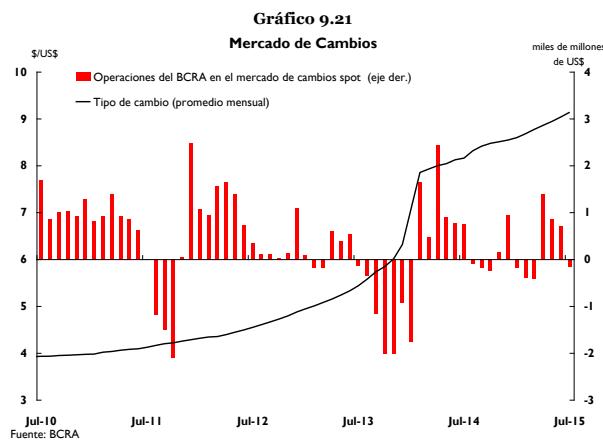
Por su parte, los préstamos personales exhibieron en julio un crecimiento de 31,6% i.a., 12,6 p.p. por encima del observado el pasado diciembre. Esta línea viene mostrando un mayor dinamismo luego de que a mediados de 2014 se establecieran tasas de interés máximas para este tipo de financiamiento. En efecto, la fuerte reducción en las tasas de interés propició un marcado incremento en los volúmenes operados, que pasaron de un promedio diario de \$250 millones durante el primer semestre de 2014 a \$389 millones entre agosto de 2014 y julio de 2015 (ver gráfico 9.19). Asimismo, las financiaciones con tarjetas presentaron un muy buen desempeño, favorecidas por el programa oficial “AHORA 12”, el instrumento financiero para la promoción del consumo interno. En efecto, exhibieron en julio un crecimiento interanual del orden del 52%.



Finalmente, los préstamos en moneda extranjera al sector privado continuaron con la tendencia creciente que vienen mostrando desde mediados de diciembre. Así, en los primeros siete meses del año acumularon un aumento de 33,5% (US\$1.115 millones), que estuvo explicado fundamentalmente por el comportamiento de los documentos a sola firma en moneda extranjera, financiaciones que se encuentran fuertemente asociadas a operaciones de comercio exterior.

9.5 Reservas Internacionales y Mercado Cambiario

Las reservas internacionales totalizaron a fin de julio US\$33.943 millones (ver gráfico 9.20). De esta manera, en los primeros siete meses del año aumentaron US\$2.500 millones. A lo largo de este período, el Banco Central fue comprador neto en el mercado de

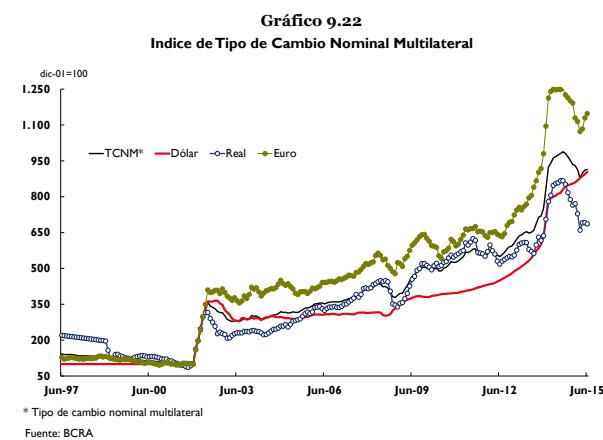


cambios. También contribuyeron al incremento de las reservas internacionales la colocación de deuda pública, tanto nacional como provincial, y el uso de parte del acuerdo del *swap* de monedas con el Banco Central de la República Popular de China. Parte del efecto de dichos factores fue contrarrestado por los pagos de deuda pública en moneda extranjera (dentro de los cuales se incluyen pagos al Club de París y por BONAR).

Durante los primeros siete meses de 2015, el peso continuó depreciándose respecto al dólar estadounidense (ver gráfico 9.21). De esta manera, la cotización promedio de julio de 2015 fue \$/US\$9,14, 6,9% mayor a la de diciembre de 2014, con un aumento promedio mensual del orden de 1%, tanto en lo que va del año como en los últimos doce meses. Por otra parte, desde inicios de 2015 el peso se apreció respecto al real y al euro y, en julio, las cotizaciones promedio fueron \$/real 2,8 y \$/€ 10,1 respectivamente.

Respecto a los principales socios comerciales, y de acuerdo a la última información disponible, el peso se apreció en el primer semestre de 2015, fundamentalmente por la depreciación del real y el euro respecto al dólar estadounidense. De esta manera, se observó que el Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral (TCNM) se redujo en junio 2,3% respecto a diciembre (ver gráfico 9.22).

En los meses bajo análisis, continuaron efectuándose operaciones en los mercados de futuros del tipo de cambio peso/dólar estadounidense. En lo que va del año, el monto promedio negociado diariamente en el mercado a futuro (ROFEX) fue de \$2.600 millones. A su vez, la depreciación esperada para los próximos meses, implícita en los valores de los contratos, se redujo en lo que va de 2015.



Apartado 6 / Educación Financiera

La educación financiera se define como “*el proceso por el cual los usuarios de servicios financieros mejoran su comprensión de los productos, los conceptos y los riesgos de la actividad financiera y adquieran las habilidades y la confianza para ser más conscientes de los riesgos y las oportunidades financieras, tomar decisiones informadas, saber dónde ir para obtener ayuda y ejercer cualquier acción eficaz para mejorar su bienestar económico*”¹¹⁷.

En este sentido, la educación financiera se constituye en un requisito esencial de inclusión y estabilidad financiera, condición previa necesaria para el logro de la inclusión social como derecho. No puede haber inclusión social sin una población que pueda defender y monitorear sus derechos en un contexto de globalización financiera. Esto permite que se ubique a las cuestiones financieras y económicas en el marco de los derechos de los usuarios de los servicios financieros y de las medidas que los Estados toman para protegerlos. Es por ello que la educación financiera contribuye a la equidad social y al ejercicio pleno de una ciudadanía crítica y participativa.

En el mundo, los bancos centrales suelen ser líderes en la ejecución de programas de educación e inclusión financiera. En América Latina esto cobra una vital relevancia dado que en el 78% de los países los bancos centrales son la principal institución encargada de la educación financiera¹¹⁸.

En este contexto, con el objeto de implementar las medidas necesarias para garantizar estándares de desarrollo con equidad social, en línea con el mandato de su nueva Carta Orgánica¹¹⁹, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) procura asegurar el fomento de la educación financiera como instrumento de ampliación y protección de los derechos de los ciudadanos. Las acciones educativas desarrolladas por el BCRA tienen como destinatarios a niños, jóvenes, adultos y docentes

¹¹⁷ OECD (2005). *“Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies”*, Financial Market Trends, Vol. 2005/2

¹¹⁸ Roa García M. J.; Alonso Másmela, G. A.; García Bohórquez, N.; y Rodríguez Pinilla D. A. (2014), *Educación e inclusión financieras en América Latina y el Caribe. Programa de los bancos centrales y las superintendencias financieras*. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos y Banco de la República de Colombia: México.

¹¹⁹ Art. 3: “*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*”. Ley 24.144, artículo sustituido por art. 2º de la Ley N° 26.739 B.O. 28/03/2012

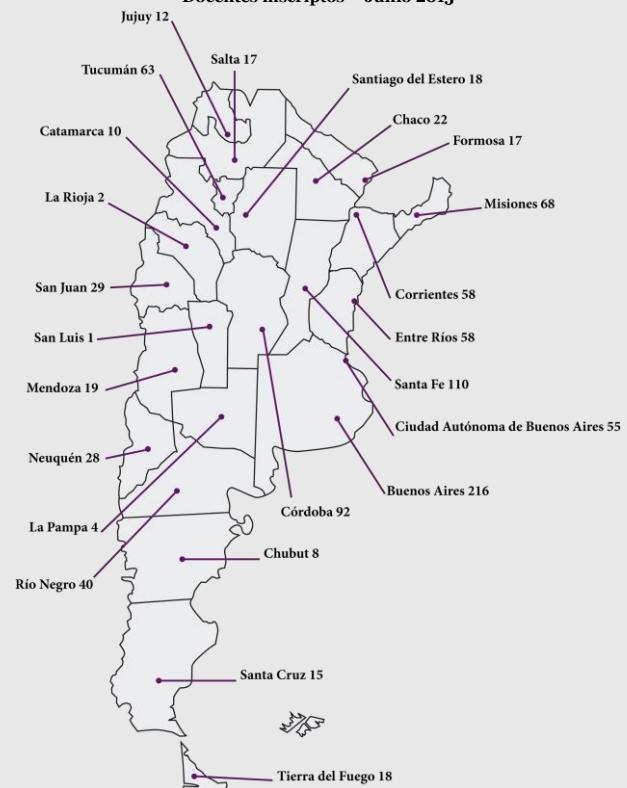
de todo el país. Las principales líneas de trabajo que se desarrollan son las siguientes:

Curso de capacitación docente “La educación financiera y su enseñanza”

El 2 de junio de 2015 el Banco Central de la República Argentina y el Ministerio de Educación de la Nación firmaron un convenio marco de cooperación institucional para profundizar esfuerzos y acciones conjuntas orientadas a promover el fortalecimiento y la difusión de la educación financiera a nivel nacional y para la coordinación de estrategias educativas.

La primera acción implementada en este marco es el curso de capacitación docente “La educación financiera y su enseñanza” en la plataforma “Nuestra escuela” del Ministerio de Educación de la Nación, destinada a docentes de áreas afines a Ciencias Sociales y Ciencias Económicas. Este curso se propone favorecer la construcción de nuevos saberes y estrategias de intervención en el ámbito de la educación formal frente a los cambios en los procesos económicos y financieros, atendiendo a las particularidades del contexto argentino. Actualmente cuenta con la participación de 1.000 docentes inscriptos de todo el país (ver mapa 1).

Gráfico 1 | La Educación Financiera y su Enseñanza
Docentes inscriptos – Junio 2015



Jornada de Educación Financiera e Inclusión: Reflexiones y perspectivas

En junio de 2015, contando con la presencia del Ministro de Educación de la Nación, Alberto Si-leoni, y el Presidente del Banco Central, Alejandro Vanoli, se desarrolló esta Jornada en el contexto de los festejos del 80º aniversario del Banco Central. Contó con la participación de: Bernardo Kliksberg (pionero de la Responsabilidad Social Empresaria, creador de la Gerencia Social y la Ética para el Desarrollo y el Capital Social), Ricardo Aronskind (docente e investigador), Elvira Cruvinel (Banco Central de Brasil), Esteban Pérez Caldentey (CE-PAL), Inés Nevarez (BID), Antonino Serra Cambaceres (Global Consumers International), María José Roa García (CEMLA) y Alexandre Roig (CONICET). A través de estos eventos se busca generar espacios de intercambio y conocimiento entre investigadores y responsables de áreas de educación financiera a nivel nacional e internacional.

El Banco Central va a la Escuela

Esta acción está focalizada en ámbitos educativos formales: nivel primario y secundario. Tiene como objetivo acercar a los estudiantes conceptos de economía y finanzas. Los mismos se ponen en práctica con diferentes estrategias. Para los estudiantes del último ciclo del nivel primario, predomina una metodología de trabajo con énfasis en lo lúdico e interactivo. Para los adolescentes y adultos se utilizan otras herramientas didácticas, como los talleres y conferencias, que en algunas ocasiones están a cargo de funcionarios del BCRA.

Desde 2008 el BCRA ha visitado 1.080 escuelas, a las que se sumarán este año 100 escuelas primarias de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Gran Buenos Aires, Formosa y Tucumán. También, se desarrollará esta actividad en 20 escuelas secundarias, en este caso con la participación de funcionarios del BCRA quienes tienen a su cargo la exposición de temas de educación financiera.

La Escuela va al Banco Central

Se trata de encuentros con delegaciones escolares en los que los participantes pueden conocer: el patrimonio cultural del BCRA, su historia, sus misiones y funciones y sus diferencias con los bancos comerciales. También aborda el rol del BCRA como emisor de moneda y regulador del sistema financiero y cambiario. En esta acción, se brindan explicaciones sobre los conceptos de trueque, medios de pago y dinero, finalizando con una descripción de las medidas del BCRA para contribuir al desarrollo con equidad social. También se abordan temas como la Cuenta Gratuita Universal, las transferencias gratuitas, la protección de los derechos del usuario financiero, entre otros.

Tecnópolis

El BCRA participa en Tecnópolis con un stand institucional desde 2011, año de su apertura. Uno de los principales objetivos de esta acción es fomentar la inclusión bancaria y financiera y dar a conocer los derechos de los usuarios de servicios bancarios y financieros.

Para el BCRA Tecnópolis representa una instancia muy importante de acercamiento institucional a la comunidad. En primer lugar, para trasmittir contenidos financieros y económicos, pero fundamentalmente para que la perspectiva de la inclusión social (que atraviesa todas las acciones), a través de la bancarización y la inclusión financiera, llegue cada vez a mayor cantidad de personas.

Feria del libro

La Feria Internacional del Libro de Buenos Aires es considerada como uno de los eventos culturales y editoriales más importantes de Latinoamérica, un lugar de encuentro entre autores, estudiantes y la comunidad en general. El BCRA participa, desde el año 2006, con un stand propio donde se desarrollan acciones educativas dirigidas al público en general, exhibición numismática y de la biblioteca institucional, entre otras actividades.

Leyes Explicadas

En el marco del proyecto *Leyes Explicadas* (colección de la Imprenta del Congreso de la Nación referida a Leyes Inclusivas), se desarrolló un libro que, tomando como principal referencia la reforma de la Carta Orgánica del BCRA¹²⁰, pone a disposición información sobre todas las acciones dispuestas para la promoción de la inclusión financiera, así como de ampliación y protección de derechos de los Usuarios de Servicios Financieros.

Material didáctico

El diseño, desarrollo y difusión de material didáctico en diversos formatos —libros, folletos, manuales, juegos educativos, etc. — tiene como fin acompañar las acciones de educación financiera virtuales y presenciales. En los próximos meses, se pondrán en circulación 25.000 ejemplares de “Mi diccionario financiero” dirigido a jóvenes a partir de los 12 años, para permitir el acceso a contenidos financieros redactados en un lenguaje ameno y comprensible.

Con todo, las distintas estrategias educativas que el BCRA viene implementando se constituyen en un complemento esencial de otras acciones enmarcadas en los objetivos de profundizar el proceso de

¹²⁰ Ley N° 26.739

bancarización y lograr una mayor protección de los usuarios de los servicios financieros. Entre las más recientes se encuentran la extensión de la gratuidad de las transferencias diarias de 20 a 50 mil pesos, la actualización de montos de acreditaciones y saldos máximos para la Cuenta Gratuita Universal, la inclusión de los microcréditos en la Línea de Crédito de Inversión Productiva, el nuevo piso para las tasas de interés que los bancos pagan a los ahorristas y la facilitación del proceso de instalación de sucursales bancarias en zonas con poca infraestructura financiera. Así, la educación financiera es otro instrumento de política económica esencial en el mundo contemporáneo para contribuir a una ciudadanía más libre, informada y formada económica y financieramente y constituye, junto a la bancarización y la protección de derechos, el conjunto de herramientas necesarias para alcanzar los objetivos de una mayor inclusión y estabilidad financiera.

Glosario de Abreviaturas y Siglas

€: Euro	EIA: Oficina de Información de Energía de los Estados Unidos
Acum.: Acumulado	ELA: <i>Emergency Liquidity Assistance</i>
ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina	EMBI+: <i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland	EMEA: Europa emergente, medio oriente y África
AHORA 12: programa oficial de promoción del consumo interno mediante instrumentos financieros	EMI: Estimador Mensual Industrial
ANSeS: Administración Nacional de la Seguridad Social	ENARSA: Empresa Energía Argentina S.A.
AT: Adelantos Transitorios	ENRE: Energía Eléctrica
AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social	EPA: Agencia de Protección del Medio Ambiente de los Estados Unidos
BADLAR: Buenos Aires <i>Deposits of Large Amount Rate</i> (tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos en el tramo de 30 a 35 días por el promedio de entidades bancarias)	EPH: Encuesta Permanente de Hogares
BCB: Banco Central de Brasil	ERM: <i>Exchange Rate Mechanism</i>
BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires	ETFs: <i>Exchanged Traded Funds</i> (fondos negociables)
BCE: Banco Central Europeo	excl.: Excluyendo
BCRA: Banco Central de la República Argentina	FBC: Formación bruta de capital
Bonac: Bono del Tesoro Nacional	Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos
Bonad: Bono atado en dólares	FFS: Fondo Federal Solidario
Bonar: Bono de la Nación Argentina	FGS: Fondo de Garantía de Sustentabilidad
BRIC: Brasil, Rusia, India y China	FMI: Fondo Monetario Internacional
CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires	FOB: <i>Free on Board</i> (operaciones de compraventa que se realiza por barco)
Call: Tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil del mercado interfinanciero no garantizado	FOMC: Comité Federal de Mercado Abierto
CCBCRA: Cuenta Corriente del Banco Central de la República Argentina	FONDEA: Fondo de Desendeudamiento Argentino
CEDIN: Certificados de Depósitos para la Inversión	FONDEAR: Fondo de desarrollo económico argentino
CEMBI+: <i>Corporate Emerging Market Bond Index plus</i>	G-7: Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Reino Unido, Italia, Canadá
CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia	GBA: Gran Buenos Aires
CFI: Coparticipación Federal de Impuestos	i.a.: Interanual
CNPHV: Censo Nacional de Población, Hogares y Vivienda	HOGAR: Programa de subsidios para adquirir la vivienda social
CNV: Comisión Nacional de Valores	IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales
Contrib.: Contribución	ICA: Intercambio Comercial Argentino
DEG: Derecho Especial de Giro	ICC: Índice del Costo de la Construcción
DGA: Dirección General de Aduanas	ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias
DPN: Deuda Pública Nacional	IED: Inversión Extranjera Directa
e: Estimado	INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos
EFSF: <i>European Financial Stability Facility</i>	INML: Índice de Novillos del Mercado de Liniers
	IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas
	IPC Nacional: Índice de Precios al Consumidor Nacional
	IPC GBA: Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires

IPCNu: Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano	PIB: Producto Interno Bruto
IPI: Índice de Precios Implícitos	PII: Posición de inversión internacional
IPIB: Índice de Precios Internos Básicos	PMI: <i>Purchasing Managers' Index</i>
IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor	PP: Productos primarios
IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas	PROCLEAR: Programa de Crédito Argentino
IPP: Índice de Precios al Productor	PROGRESAR: Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina
ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción	PROCRAUTO: Plan oficial para financiar la compra de vehículos
ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos	Prom. móv.: Promedio móvil
IVA DGA: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas	Prom.: Promedio
IVA: Impuesto al Valor Agregado	PyMEs: Pequeñas y Medianas Empresas
kg: Kilogramo	P5+1: Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas (Estados Unidos, Francia, China, Rusia y Reino Unido) más Alemania
LCIP: Línea de Créditos para la Inversión Productiva	R\$: <i>Real</i>
LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)	REPO: <i>Repurchase Agreement</i> (Operación de Recompra)
LTRO: <i>Long Term Refinancing Operation</i>	RIPTE: Remuneraciones Imponibles Promedio de los Trabajadores Estables
MAE: Mercado Abierto Electrónico	ROFEX: Mercado a Término de Rosario
M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	Rueda REPO: Tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil entre entidades financieras en el mercado garantizado
M3*: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$	S.A: Sociedad Anónima
M3: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$	s.e.: Serie sin estacionalidad
MAGyP: Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca	SAC: Sueldo Anual Complementario
Mbd: Millones de barriles por día	SEDLAC: <i>Socio-Economic Database for Latin America and the Caribbean</i>
MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires	Seg.: Seguridad
mill.: Millones	SELIC: Sistema <i>Especial de Liquidação e Custodia</i> (Tasa de referencia de Brasil)
Min.: Ministerio	SENASA: Servicio Nacional de Sanidad y Calidad Agroalimentaria
MIPyMES: Micro, Pequeñas y Medianas Empresas	SIPA: Sistema Integrado Previsional Argentino
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario	SMVM: Salario mínimo vital y móvil
MOI: Manufacturas de Origen Industrial	SPNF: Sector Público Nacional no Financiero
MRO: <i>Main Refinancing Operations</i>	TCNM: Tipo de Cambio Nominal Multilateral
MSCI: <i>Morgan Stanley Capital International Index</i>	tn.: Tonelada
NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)	TN: Tesoro Nacional
OEDE: Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial	TNA: Tasa Nominal Anual
OIT: Organización internacional del trabajo	Trim.: Trimestral / Trimestre
ON: Obligaciones Negociables	UE: Unión Europea
ONU: Organización de las Naciones Unidas	UOCRA: Unión Obrera de la Construcción de la República Argentina
OPEP: Países Exportadores de Petróleo	US\$: Dólares Americanos
p.b.: Puntos básicos	USDA: <i>United States Department of Agriculture</i> (Secretaría de Agricultura de EE.UU.)
p.p.: Puntos porcentuales	UTEDyC: Unión de Trabajadores de Entidades Deportivas y Civiles
p: Proyectado	Var.: Variación
PAMI: Obra Social para Jubilados y Pensionados	
PEA: Población Económicamente Activa	

VNO: Valor Nominal original

Vol.: Volumen

WTI: *West Texas Intermediate*

YPF SA: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Sociedad Anónima