

Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

Octubre de 2013



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

Octubre de 2013



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

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

ISSN 2313-9498
Edición electrónica

Fecha de publicación | Octubre de 2013

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

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

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

Prefacio

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

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

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

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

Contenido

Pág. 5 | 1 Visión Institucional

Pág. 11 | 2 Contexto Internacional

- Pág. 22 / Apartado 1 / *Nuevas evidencias de la relación de la política monetaria en los países avanzados y los flujos de capitales*
Pág. 34 / Apartado 2 / *Ánalisis comparativo del desempeño macroeconómico en los países de la zona del euro*

Pág. 37 | 3 Actividad Económica

Pág. 47 | 4 Condiciones Socio-económicas

- Pág. 53 / Apartado 3 / *Expansión y caracterización de la clase media en la última década*

Pág. 56 | 5 Sector Externo

Pág. 61 | 6 Finanzas Públicas

- Pág. 69 / Apartado 4 / *Principales aspectos del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2014*

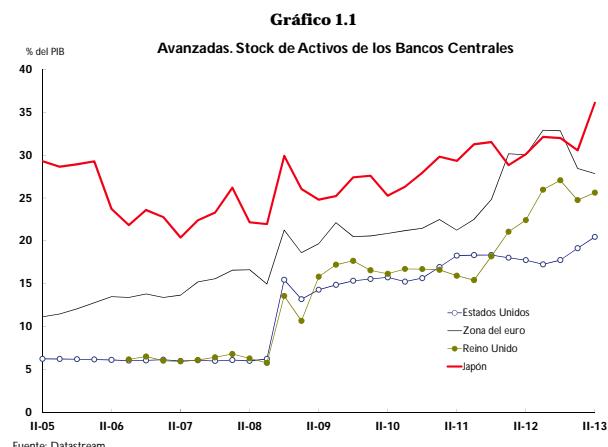
Pág. 71 | 7 Precios

Pág. 78 | 8 Política Monetaria y Mercado de Activos

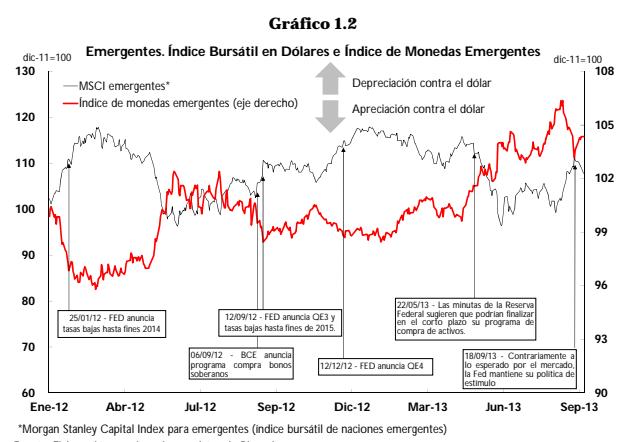
- Pág. 90 / Apartado 5 / *Agenda internacional sobre regulación financiera y avances en la Argentina*

Pág. 93 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

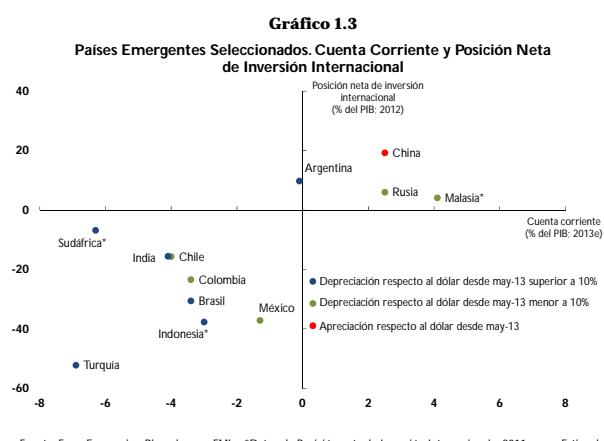
1 Visión Institucional



El escenario internacional durante el tercer trimestre del año mostró un aumento de la inestabilidad en los mercados financieros. La posibilidad de que la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) comenzara a disminuir su política de expansión monetaria reduciendo el ritmo de compra de activos, prevaleció como foco de incertidumbre. La fuerte reversión de los flujos de capitales de corto plazo hacia países emergentes, que se observó ante este probable cambio de comportamiento de la autoridad monetaria norteamericana, puso una vez más de manifiesto que estos fondos responden fundamentalmente a factores externos y que la coyuntura macroeconómica de los países receptores de los capitales extranjeros posee una relevancia menor.

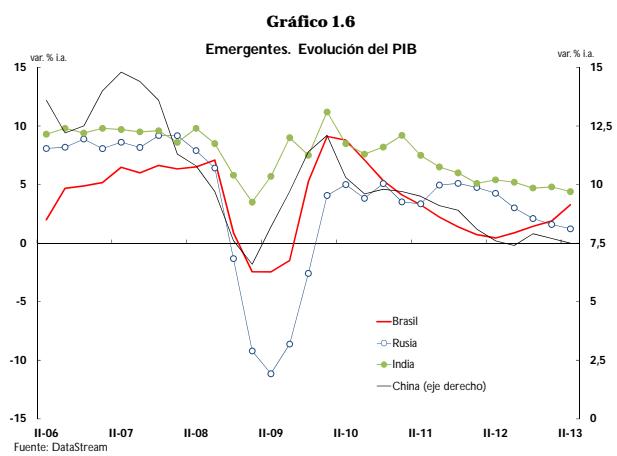
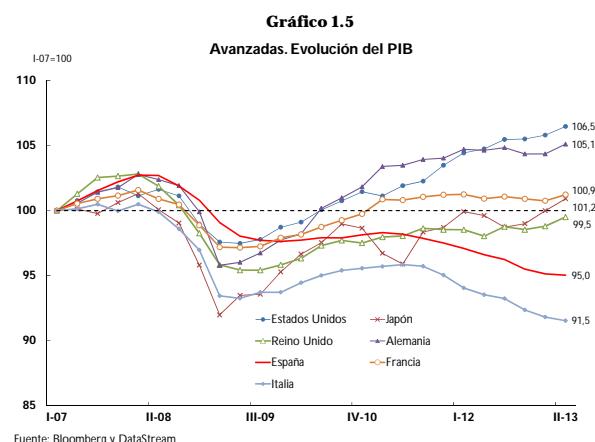
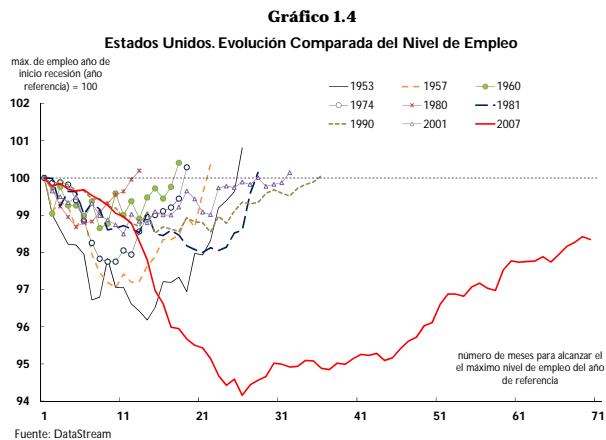


Desde mayo, a partir de la especulación sobre un menor impulso monetario de la Fed, las cotizaciones de los productos primarios incrementaron su volatilidad y los precios de los activos financieros de las economías emergentes registraron una fuerte baja. Se sucedieron en este contexto significativas depreciaciones de las monedas, caídas en los índices bursátiles y aumentos en los rendimientos de los instrumentos financieros de renta fija. Este comportamiento fue extendido, pero su impacto fue mayor en aquellos países que presentan una posición externa débil entendida como déficits importantes en la Cuenta corriente y alto nivel de endeudamiento externo de corto plazo.



Para 2013, las expectativas de crecimiento de algunas economías emergentes se han ido reduciendo. En este contexto, se verifica nuevamente el daño que la inestabilidad de los capitales internacionales infringe en las naciones receptoras y justifica la regulación prudencial de los flujos transfronterizos de capital. Dadas las características de estos flujos, es necesario repensar este tipo de regulación no sólo como un instrumento individual y aislado sino como parte del herramiental macroprudencial global a ser aplicado tanto por los países de origen como por los receptores.

Para el mundo en su conjunto, las proyecciones señalan un crecimiento real de la economía global del 2,5% en 2013, un ritmo que todavía está lejos del promedio anual anterior a la crisis (3,8% entre 2004 y 2007). Este débil desempeño del nivel de actividad



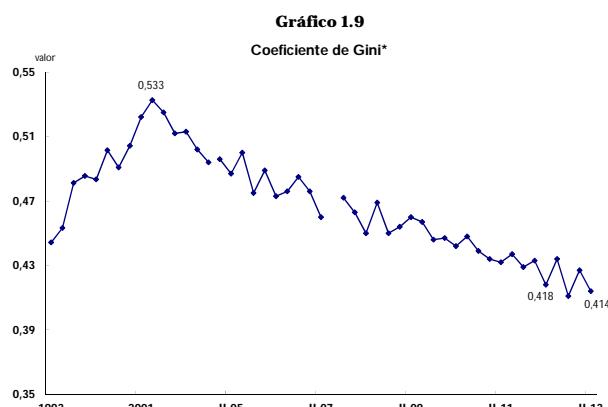
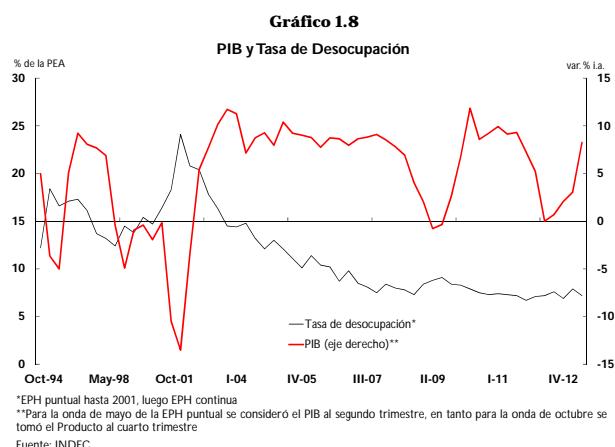
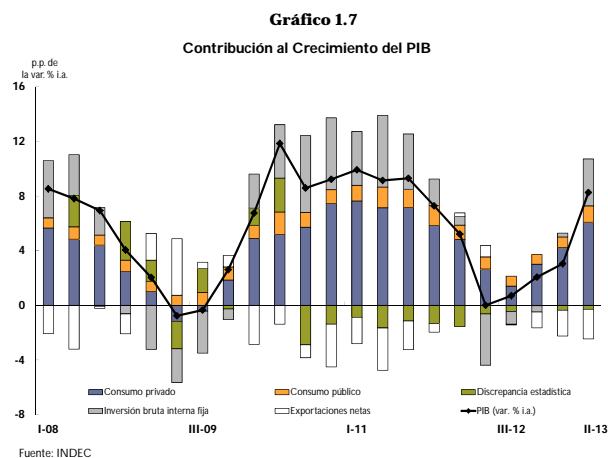
global, que seguirá reflejándose en los volúmenes de comercio mundial, responde tanto a la frágil recuperación de las principales economías avanzadas como a la creciente dificultad que tienen los países emergentes para contrarrestar los efectos nocivos de una crisis que se ha extendido por más de seis años.

Las perspectivas algo más favorables de la economía norteamericana siguen estando afectadas por algunas debilidades, en particular aquellas que se refieren al funcionamiento del mercado de trabajo. A pesar de que la tasa de desempleo continuó disminuyendo, aún registra valores históricamente elevados. El nivel de empleo aún no recuperó los valores previos a la crisis iniciada en 2007, habiendo registrado una dinámica muy desfavorable en relación a las experimentadas en crisis pasadas. Esta recuperación lenta y parcial en el empleo coincidió con una reducción de la tasa de actividad en los últimos seis años de 2,6 puntos porcentuales (p.p.).

Sin embargo, en lo que va del año se verificó un aumento del gasto privado interno, mientras que el ajuste fiscal y el menor aporte de las exportaciones netas jugaron en sentido contrario. Hacia delante, la recuperación estará condicionada, entre otros factores, por el alcance de un nuevo acuerdo para extender el período de implementación de los recortes fiscales. En este contexto, existen opiniones encontradas con respecto al momento y la dimensión del recorte en el programa de compra de activos de la Fed.

Por su parte, en el segundo trimestre del año la zona del euro creció a una tasa anualizada de 0,3% sin estacionalidad (s.e.), tras 18 meses de caídas. Prevalece así una demanda débil, que se resiente con el alto y sostenido nivel de desempleo, medidas de austeridad fiscal, la reducción del crédito al sector privado no financiero y una persistente incertidumbre. En Japón, la política económica, inédita por la magnitud del estímulo monetario, y las reformas empiezan a reflejarse en los principales indicadores. Por primera vez en 13 meses se registraron tasas de inflación positivas, el PIB siguió en expansión y se incrementaron las exportaciones. Aún con este panorama, las estimaciones del mercado anticipan un magro crecimiento para la economía nipona en 2013 y 2014 (en torno a 1,7% en cada año), y las dificultades para llevar adelante una suba impositiva sin afectar la continuidad de la expansión.

Aunque todavía se mantienen como los principales impulsores del crecimiento global, los países emergentes continuaron reduciendo sus tasas de expan-

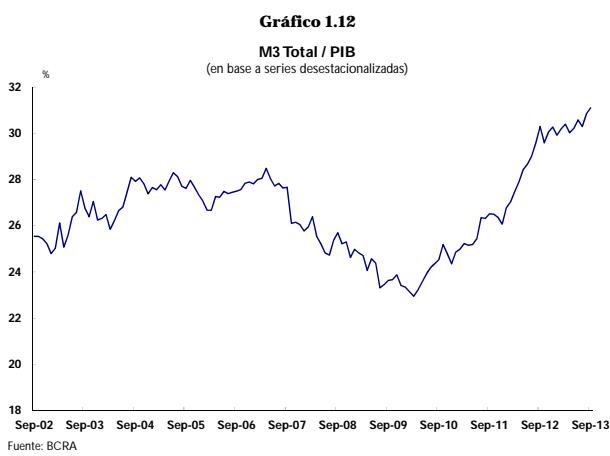
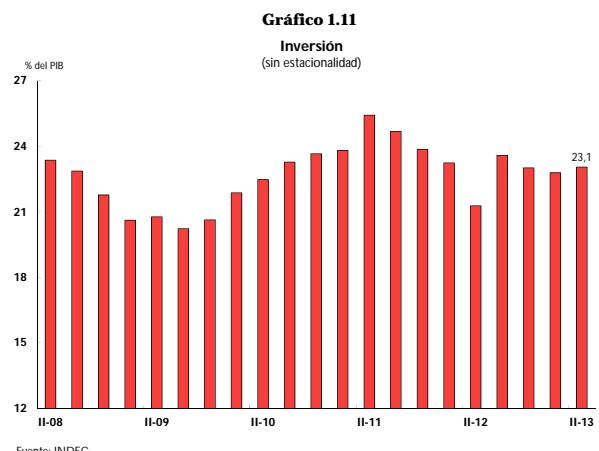
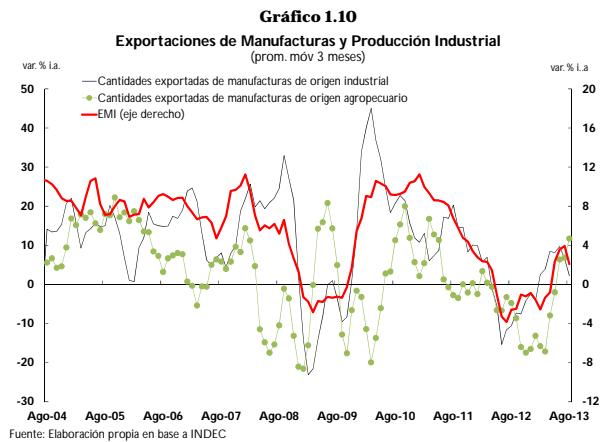


sión. Entre los socios comerciales de la Argentina, se espera que el PIB de China aumente 7,6% en 2013 y se proyecta una suba similar para 2014. Por su parte, los pronósticos relevados por la encuesta del Banco Central de Brasil prevén un alza del nivel de actividad en ese país de 2,4% para el año 2013, a pesar de haber acelerado su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre a 3,3% interanual (i.a.). En el mismo sentido, luego de haberse revisado a la baja en los últimos meses, las proyecciones señalan que la economía brasileña crecerá 2,2% en 2014.

En la Argentina, el contexto internacional también influyó sobre la marcha de la economía a través de una menor demanda del resto del mundo pero, a diferencia de otros países, la absorción interna pudo sostener una trayectoria de crecimiento superior a la esperada por muchos de los analistas privados y los organismos multilaterales. La configuración macroeconómica resultante de una década de políticas públicas orientadas al fortalecimiento del mercado interno y la reducción de fuentes de vulnerabilidad externa, permitió morigerar el impacto de la crisis internacional. Considerando la virulencia y la duración de esta crisis y los efectos de otros shocks externos sobre la economía argentina, se demuestra que el conjunto de políticas desplegadas por el gobierno han logrado situar a la Argentina en una posición de fortaleza.

Las políticas implementadas por el país en los últimos 10 años han modificado la estructura y la dinámica de la economía argentina. En particular, hay cuatro factores estructurales que explican la capacidad de la economía para resistir la crisis y garantizar un crecimiento sostenible. El primero es la recomposición del mercado laboral y una mayor inclusión social. El segundo la reindustrialización. El tercero es la remonetización de la economía y la recuperación del crédito en moneda nacional y el cuarto se refiere al desendeudamiento.

El relación al mercado laboral, la Argentina logró una reducción notable de su tasa de desempleo (14 puntos porcentuales—p.p.—desde los máximos de 2002) ubicándose en 7,2% en el segundo trimestre de 2013. Asimismo, la desocupación relativa a la población activa se mantuvo acotada en períodos de extrema tensión en los mercados internacionales mediante programas fiscales destinados a acompañar el esfuerzo del sector empresario para retener los puestos de trabajo. Esta inédita estabilidad en períodos de crisis global se destaca aún más si se considera que la tasa de actividad se incrementó casi 1 p.p. desde fines de 2007. Es decir, la dinámi-

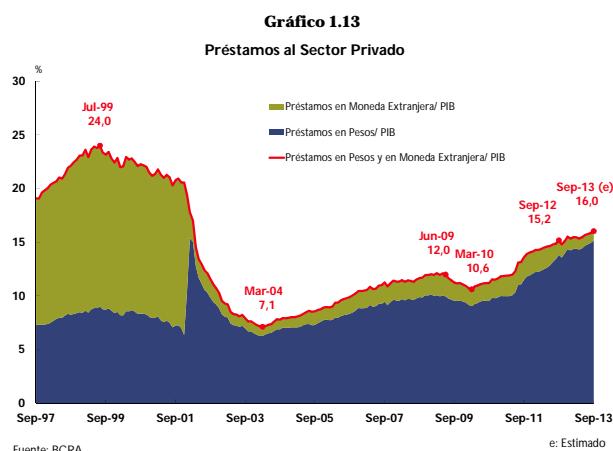


ca virtuosa del mercado de trabajo ha empujado a una porción más grande de gente a buscar trabajo, en contraposición a lo que se observa en las economías golpeadas por la crisis donde se verifican caídas de la tasa de actividad.

Paralelamente, la incorporación al mercado de trabajo de una gran parte de la población junto con políticas activas de ingresos para los sectores más vulnerables (abarcando la niñez, el empleo adulto y la tercera edad) permitieron mejorar notablemente la distribución del ingreso. El coeficiente de Gini en términos del ingreso per cápita familiar demuestra esta mejora, habiendo alcanzado un valor de 0,414 en el segundo trimestre de 2013, lo que representa el mejor dato de los últimos 20 años. El índice de desarrollo humano para la Argentina apunta en el mismo sentido al alcanzar valores récord (0,755 en 2000 vs 0,811 en 2012) y muy favorables en la comparación regional. Según la evidencia empírica, avances sociales como los mencionados conforman un pilar fundamental para lograr un crecimiento sustentable.

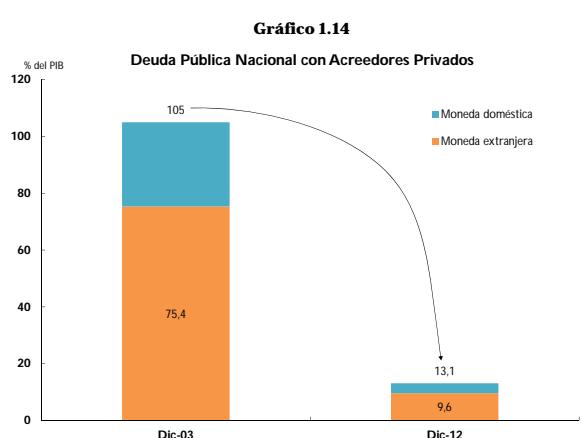
Los alcances en materia laboral y de ingresos impulsaron la demanda interna, lo que permitió la recuperación de la industria local que, a su vez, retroalimentó un círculo virtuoso de crecimiento. La industria se expandió entre 2003 y 2012 a una tasa promedio anual de 7,6% con un desempeño relativamente homogéneo dentro del sector. En este período coexistió un aumento de 43% en el empleo industrial y un incremento acumulado de 52% en la productividad del trabajo. En todo momento, el régimen de flotación administrada del tipo de cambio buscó, contribuyendo con las políticas de financiamiento y de estímulo fiscal y monetario, preservar la reactivación industrial evitando la apreciación nominal del peso esperable en un contexto de buenos precios internacionales de las materias primas que la Argentina exporta.

Complementariamente, se articularon políticas específicas con el objetivo de estimular la tasa de inversión. Entre 2003 y 2012 la relación entre la inversión y el PIB promedió 20,9%, superando en casi 2 p.p. el nivel observado entre 1993 y 2001 (19,0%). En los últimos años y con la reforma de la Carta Orgánica del BCRA fue posible desplegar un conjunto de políticas para orientar las finanzas hacia actividades productivas. En este marco se estima que las tres fases semestrales de la Línea de Créditos para la Inversión Productiva acumularán un financiamiento total equivalente a aproximadamente 2,5 p.p. del PIB (desde su lanzamiento en junio de 2012 y hasta fines del corriente año). Con



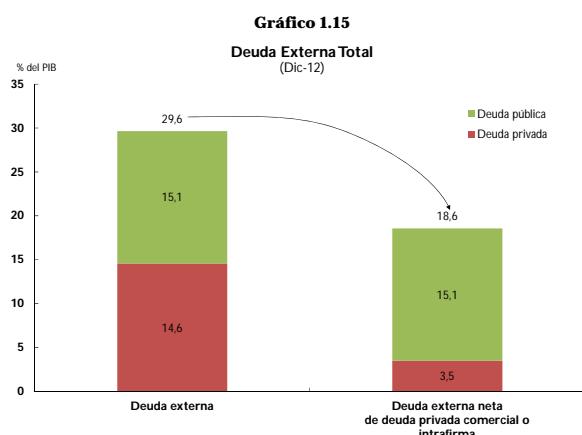
este programa también logró un aumento considerable de los préstamos disponibles para las pequeñas y medianas empresas. A este resultado se suman los desembolsos otorgados a través de la línea del Bicentenario y los efectos del esquema de incentivos regulatorios diseñado para incrementar el financiamiento en las zonas con menor atención relativa en materia de servicios financieros.

En términos generales, el aumento del canal del crédito junto con el proceso de remonetización de la economía amplía el espacio en el cual la política monetaria puede estimular el nivel de actividad, contribuyendo al sostenimiento del crecimiento económico.



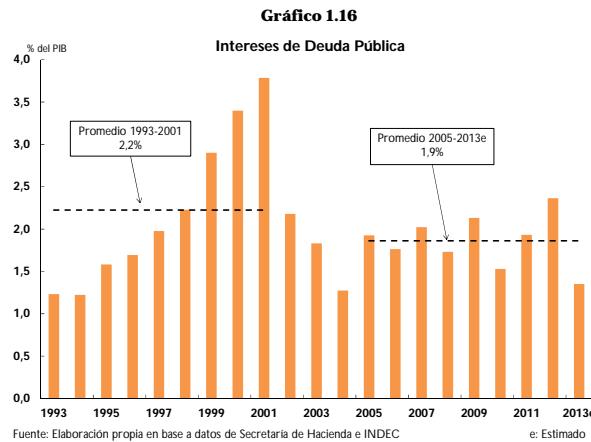
El dinamismo de la economía real y la mejora en la distribución del ingreso conllevaron un aumento en la demanda de saldos reales generando una persistente monetización de la economía. Se estima que el total de agregados monetarios en pesos (medido por el M3 que suma los billetes y monedas y el total de depósitos en pesos) acumuló un incremento de 5,9 p.p. del Producto nominal desde comienzos de 2003 y se ubicó en 31,1 p.p. del PIB en septiembre de este año. En este proceso también contribuyeron las políticas cambiarias, la normativa bancaria sobre el descalce de monedas y el desendeudamiento externo. Aun luego de este importante proceso de remonetización la Argentina permanece por debajo de los niveles observados en las principales economías latinoamericanas y aún más lejos de los registrados en los países avanzados.

A partir de 2010 y como producto de las políticas activas de estímulo al crédito productivo, los préstamos han ganado participación como factor de creación monetaria hasta ocupar un rol predominante en la misma. Los préstamos bancarios en pesos al sector privado alcanzaron un ratio respecto al PIB de 15,1% en lo que va de 2013, lo cual implica un aumento de 6,3 p.p. desde comienzos de 2003. Así, junto con los créditos en dólares, el financiamiento bancario ascendió a 16% del Producto en septiembre.



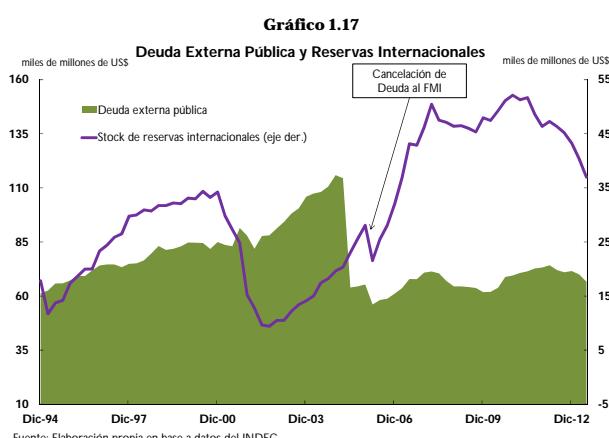
Por último, la política de desendeudamiento público iniciada en 2003 constituye otra fortaleza de la economía argentina. A partir de los canjes de deuda y de los resultados fiscales acumulados, las obligaciones públicas se redujeron desde 139% del PIB en 2003 a 44,9% a fines de 2012. Si se considera la proporción de los pasivos públicos en tenencia de acreedores privados la disminución fue aún más pronunciada, lo cual refleja un uso más intensivo de las fuentes públicas de financiamiento (de 105%

en 2003 a 13% en 2012). Así, la deuda soberana con el sector privado redujo su participación desde 75% del total en 2003 a sólo 29% en 2012.



La estrategia de desendeudamiento también se reflejó en la evolución de la deuda externa pública, que se combinó con la disminución de los pasivos externos del sector privado. De esta manera, la deuda total que la Argentina mantiene con no residentes se redujo sensiblemente en relación al tamaño de la economía desde el 129% registrado en 2003 hasta representar menos del 30% del PIB a mediados del presente año. En la evolución del endeudamiento del sector privado con no residentes incidieron las políticas de control de capitales que desestimularon la entrada de flujos especulativos de corto plazo. Así, del total de obligaciones externas del sector privado a fines de 2012 (14% del PIB) la mayoría (10,5% del Producto) correspondió a deudas derivadas de las operaciones de comercio exterior y al financiamiento de casas matrices a sus filiales.

La creación del Fondo de Desendeudamiento Argentino y del Fondo de Pagos a Organismos Internacionales jugó un papel importante en la estrategia de desendeudamiento durante los últimos años. Estos fondos han permitido canalizar parte de las reservas para la atención de los servicios de deuda. Incluyendo la cancelación de los pasivos con el Fondo Monetario Internacional en 2006 y los pagos realizados desde 2010, a fin de 2013 se destinaron US\$42,9 miles de millones con este fin. La alternativa a esta utilización de reservas internacionales para la atención de los servicios de deuda podría haber sido cancelar estos vencimientos a través de la emisión de nueva deuda en los mercados. Esto habría implicado erogaciones presentes y futuras considerables dados los costos de financiamiento que afronta la Argentina y el diferencial entre estos costos y el rendimiento de las reservas internacionales. Por lo tanto, la estrategia de pagar deuda con más deuda para mantener un mayor nivel de reservas debería ser analizada a la luz de los costos y beneficios que esta opción implica.



Así, el crecimiento de la Argentina resulta de combinar las bases macroeconómicas reseñadas hasta aquí con las perspectivas del contexto internacional. Por ello, frente al presente escenario global relativamente adverso, se torna aún más relevante para la Argentina sostener y perfeccionar la estrategia de crecimiento económico con inclusión social implementada en la última década.

2 Contexto Internacional

Luego de un primer semestre de bajo crecimiento global en el que las transacciones comerciales internacionales mantuvieron un escaso dinamismo, en los últimos meses el escenario internacional experimentó un aumento de la tensión en los mercados financieros, fundamentalmente con impacto en los emergentes, con algunas señales positivas en la economía real. A pesar de que un conjunto de indicadores adelantados sugiere una incipiente mejora macroeconómica en ciertas economías importantes, las expectativas de crecimiento sólo se elevaron para Japón y Europa, al tiempo que se redujeron para los Estados Unidos. Más relevante aun es que las proyecciones de expansión para este año de las principales economías emergentes, continuaron revisándose a la baja —aunque de todos modos sostendrían un mayor dinamismo que las avanzadas—. De esta manera, persistió un contexto global relativamente adverso y aún muy incierto.

En los Estados Unidos se mantuvo la tasa de interés en los mínimos históricos y el ritmo de compra de activos financieros. La autoridad monetaria sostuvo que la disminución del estímulo no convencional dependerá de la evolución de los indicadores de empleo en la segunda mitad del año y mostró preocupación sobre el desempeño económico en el caso de que la inflación se ubique persistentemente por debajo del objetivo. Además, la Reserva Federal mantuvo su previsión de que las tasas de interés permanezcan en niveles bajos por lo menos hasta 2015. A la incertidumbre respecto de la política monetaria se sumó la reciente falta de acuerdo político sobre el sendero de las finanzas públicas federales.

La salida de capitales de corto plazo desde los países emergentes —asociada al potencial cambio de comportamiento de la autoridad monetaria estadounidense— constituyó una nueva demostración de la incidencia preponderante de los factores exógenos al desempeño de las economías emergentes en la dirección de los movimientos de capitales internacionales. La incertidumbre acerca del cambio de sesgo de política monetaria en los países centrales ha dado lugar a significativas tensiones en los mercados, afectando el valor de las monedas y de los activos financieros de los países emergentes. El contexto financiero global impactó particularmente sobre ciertas economías con elevados niveles de exposición a las condiciones de financiamiento externo y menores tasas de crecimiento económico que en el pasado.

Si bien las proyecciones de los organismos multilaterales y del mercado anticipan que las incipientes mejoras en el contexto internacional podrían empujar el crecimiento económico global en los próximos meses, los aún elevados niveles de desempleo en el mundo desarrollado, junto con los ajustes fiscales que algunas naciones siguen aplicando, mantendrán deprimida la demanda global, por lo que las mejoras tenderían a ser marginales. A ello se agregan las volátiles expectativas en torno de las decisiones de política económica en los países centrales, pudiendo observarse nuevos focos de tensión financiera a nivel global.

Gráfico 2.1
PIB real

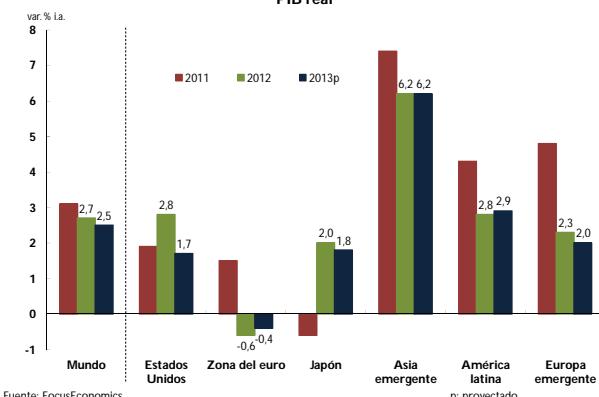
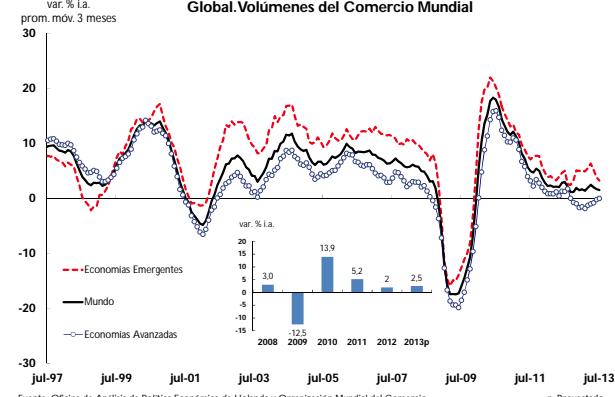
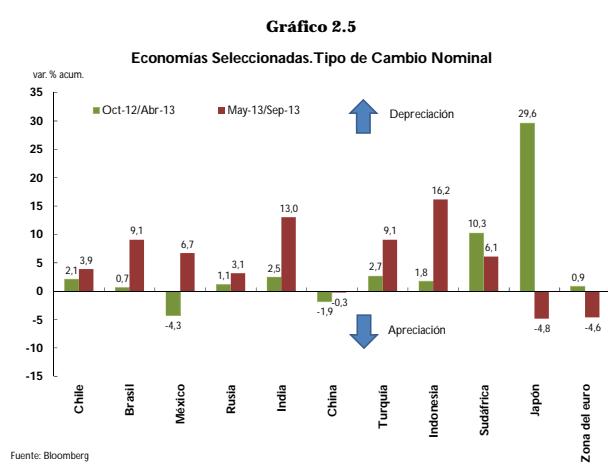
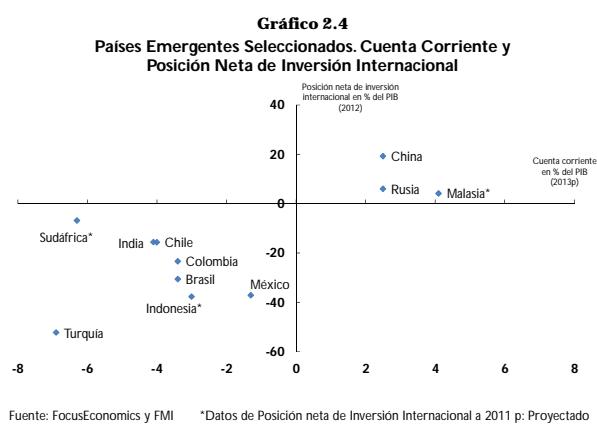
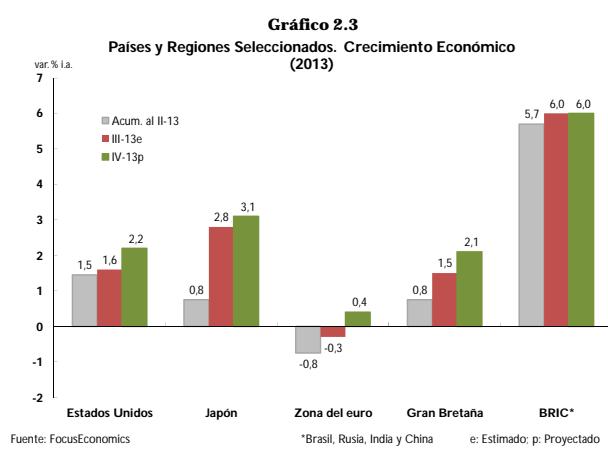


Gráfico 2.2
Global. Volumenes del Comercio Mundial





2.1 Economía Global

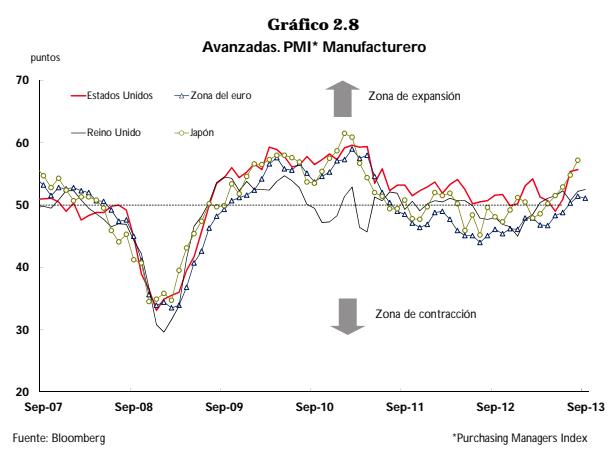
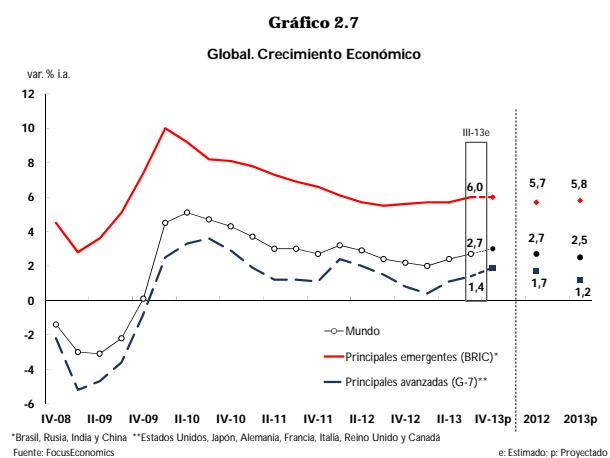
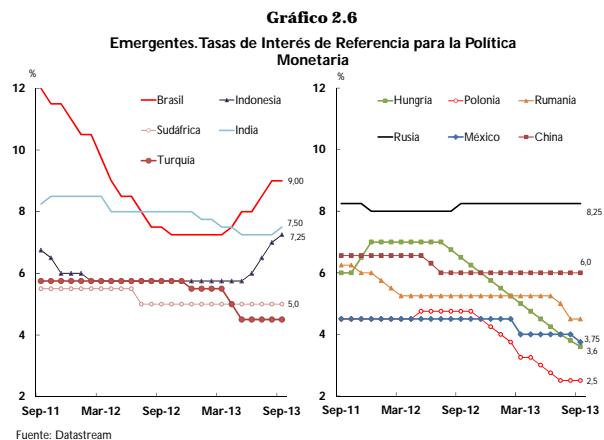
Durante el tercer trimestre de 2013 los indicadores adelantados de actividad global y los sectoriales en algunas de las principales economías del mundo mostraron cierto repunte, aunque persiste un débil escenario económico internacional. Si bien en los Estados Unidos, Japón y Europa se observaron recientemente algunas señales positivas (ver Gráfico 2.3), la decisión por parte de sus autoridades monetarias de continuar con políticas expansivas deja en claro que, a su juicio, la crisis aún no se ha superado.

En los países desarrollados se siguió avanzando en el lento proceso de reparación patrimonial y desendeudamiento del sector privado (desapalancamiento de familias y empresas), al tiempo que se continuaron reduciendo los desequilibrios fiscales. Estos procesos limitan el crecimiento económico de mediano plazo, por lo que se espera que continúen las expansiones modestas de la actividad en los principales países avanzados.

Por su parte, la política monetaria de los Estados Unidos continuó constituyendo un factor de incertidumbre a nivel global, que se reflejó en tensiones financieras y cambiarias derivadas de los abruptos ajustes en los portafolios globales que se desencadenaron como reacción a un posible retiro anticipado del plan de compra de activos. Como consecuencia, en las economías emergentes se registraron notables depreciaciones de las monedas y disminuciones del precio de bonos y acciones. Los cambios en las posiciones especulativas también afectaron la volatilidad de las cotizaciones de los *commodities*.

Si bien la salida de capitales afectó a la generalidad de los países en desarrollo, se amplificó en aquellos con cierto deterioro macroeconómico relativo. Así, los mayores egresos de fondos se observaron en las naciones que registran vulnerabilidades externas significativas y menores tasas de crecimiento económico que en el pasado. El impacto del aumento de la volatilidad afectó especialmente a la India, Brasil, Turquía, Indonesia y Sudáfrica (ver Gráfico 2.4 y Apartado 1).

Las autoridades monetarias de dicho grupo de países emergentes convalidaron condiciones financieras más estrictas, a partir de depreciaciones significativas de las monedas locales (ver Gráfico 2.5), subas de las tasas de interés de referencia (Brasil, India e Indonesia; ver Gráfico 2.6) y/o modificando los correderos de tasas (Turquía e India). Con el fin



de contener la salida de capitales y/o las presiones inflacionarias, estas y otras medidas implementadas¹ tienden, en general, a encarecer el financiamiento externo, a reducir la demanda interna y a favorecer la recomposición de las cuentas externas.

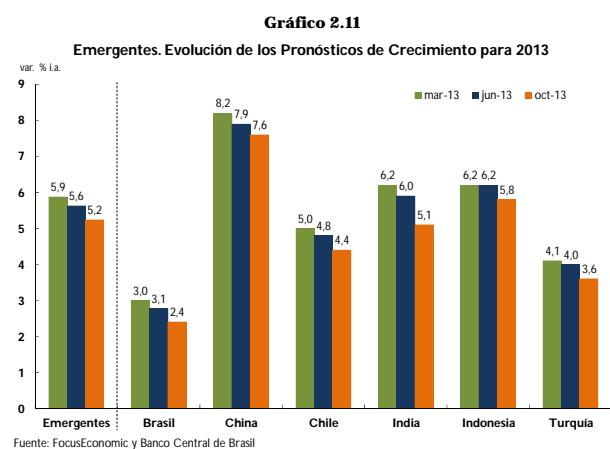
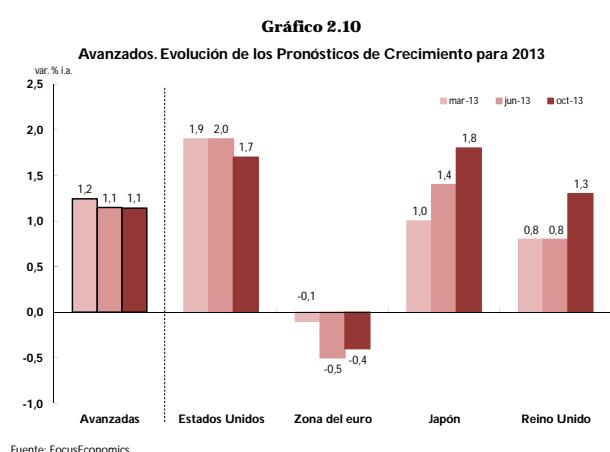
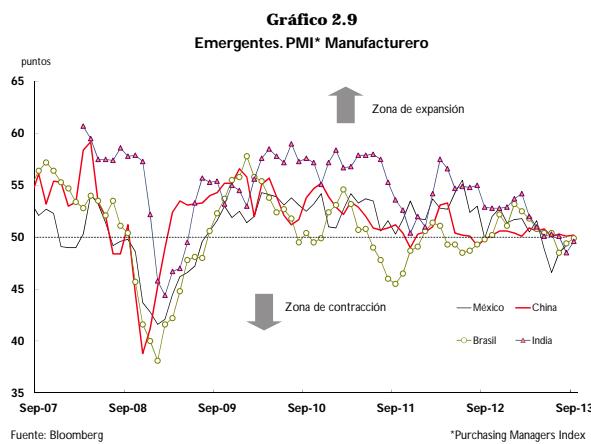
En términos fiscales se evidenciaron políticas disímiles. Mientras en los países desarrollados se continuó avanzando con el ajuste de las cuentas públicas —observándose un relajamiento de las metas en algunos casos—, en algunas naciones emergentes se anunciaron nuevos programas de estímulo a la actividad económica, como en China e India.

Como consecuencia del aumento en la volatilidad, durante el tercer trimestre de 2013 los países emergentes de mayor gravitación registraron un dinamismo más moderado que en el pasado (6,0% interanual —i.a.—). En tanto, las principales naciones desarrolladas siguieron creciendo a tasas muy bajas (1,4% i.a.), aunque mayores que en los trimestres previos. En conjunto y en lo que va del año, la economía global se expandió 2,7% i.a (ver Gráfico 2.7). También las transacciones comerciales internacionales mantuvieron un escaso dinamismo, destacándose la moderación de la expansión del comercio en las economías emergentes y la estabilización del volumen de comercio externo en los países avanzados (ver Gráfico 2.2).

La mejora marginal que se observa en las economías avanzadas se apoya en la demanda interna, en el caso de los Estados Unidos, y en las exportaciones netas en el caso de la zona del euro, al tiempo que en Japón el crecimiento se sostiene por ambos factores. Cabe señalar que en un escenario de debilitados niveles de actividad, en Europa se registró cierta mejora, al exhibir expansiones en el segundo trimestre del año tras la prolongada recesión que atravesó la región. En tanto, en China, luego de la desaceleración registrada en los últimos años se habría estabilizado el ritmo de crecimiento económico.

Tanto el comercio internacional como la producción industrial y los *Purchasing Managers Index* (PMI) manufactureros —que indican la evolución de las expectativas de los gerentes de compras— sugieren que en el corto plazo se verificarán au-

¹ También se instrumentaron en India otras medidas de regulación de salidas de capitales, así como provisión de financiamiento de divisas a importadores de insumos críticos y el ofrecimiento a los bancos de *swaps* de moneda (dólar/ rupia) a tasas subsidiadas para la cobertura de nuevos depósitos a plazo fijo de no residentes con plazo de por lo menos 3 años. En Indonesia, la autoridad monetaria injectó dólares en el mercado financiero. En Brasil se eliminaron barreras al ingreso externo de divisas y se registraron intervenciones en los mercados cambiarios para sostener el valor de su moneda (destacándose la difusión de un cronograma de intervenciones en Brasil). En tanto, Turquía realizó intervenciones directas en el mercado cambiario.



mentos sectoriales en los principales países avanzados y en China (ver Gráficos 2.8 y 2.9).

Pese al incipiente repunte económico en algunas naciones, los pronósticos de crecimiento para este año sólo se modificaron al alza para Japón y Europa, mientras que se redujeron para los Estados Unidos (ver Gráfico 2.10). Las perspectivas de incremento del Producto para 2013 en las principales economías emergentes continuaron ajustándose a la baja, 0,6 p.p. en los últimos seis meses, aunque mantienen un mayor dinamismo que las naciones avanzadas (ver Gráfico 2.11).

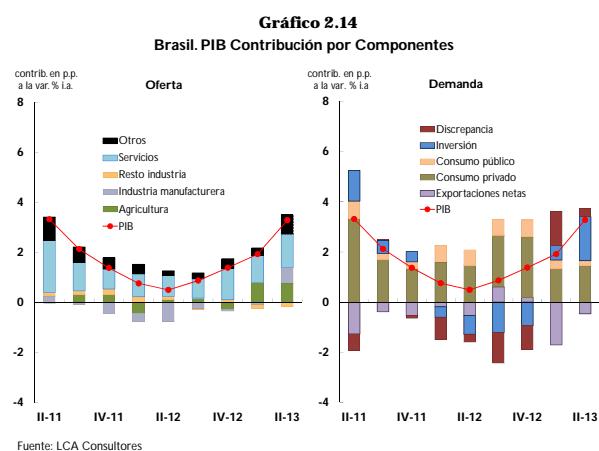
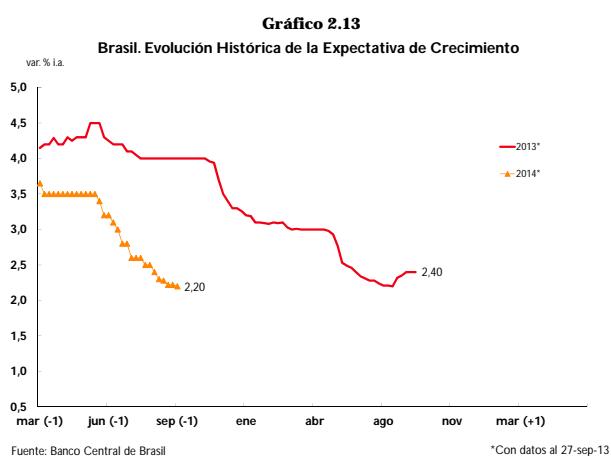
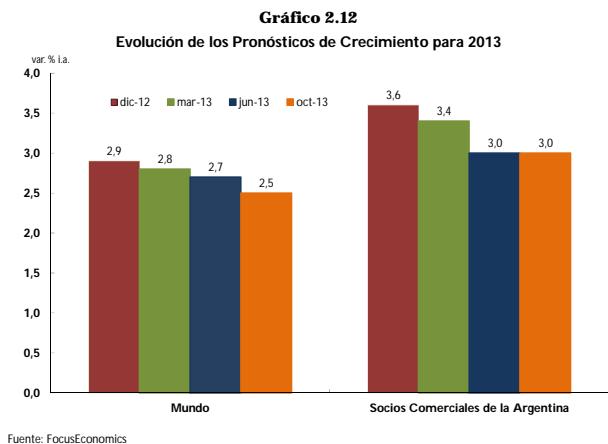
Los precios internacionales de los *commodities* industriales no energéticos detuvieron su tendencia bajista manteniéndose relativamente estables en el trimestre. Este desempeño se explicó básicamente por el comportamiento de la producción industrial china (ver Sección 7). En tanto, las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente y Norte de África presionaron al alza el precio del petróleo y sumaron a la incertidumbre global. Por su parte, las cotizaciones de los productos agropecuarios siguieron contrayéndose, con correcciones significativas en los precios de los principales granos desde fines de julio, mayormente vinculadas con la evolución favorable de los cultivos en los Estados Unidos.

2.2 Principales Socios Comerciales

Pese a que el episodio de incertidumbre e inestabilidad financiera y cambiaria a nivel global se reflejó en menores proyecciones de crecimiento mundial, las perspectivas para el conjunto de los principales socios comerciales de la Argentina se mantuvieron estables. Ello obedece a la combinación de mayores previsiones de expansión para las economías avanzadas y revisiones a la baja en las emergentes (ver Gráfico 2.12).

Brasil

Si bien durante el segundo trimestre de 2013 la economía brasileña se expandió 3,3% i.a., se mantiene el débil desempeño económico. Esto se reflejó en significativas reducciones de los pronósticos de expansión para este año y el próximo (ver Gráfico 2.13). Asimismo, los indicadores adelantados del tercer trimestre sugieren una moderación del ritmo de crecimiento, por lo que al presente las proyecciones del mercado sugieren una suba del PIB de 2,4% i.a. para 2013.



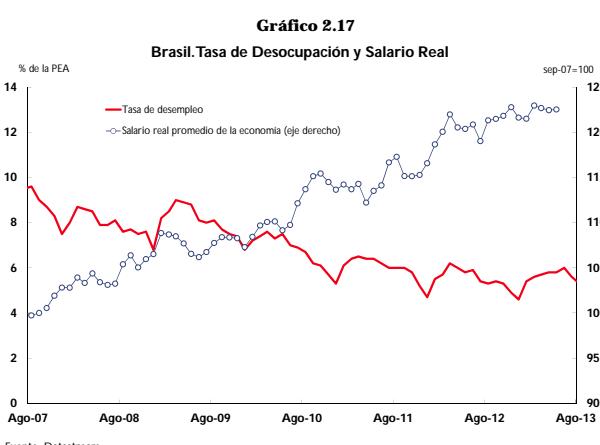
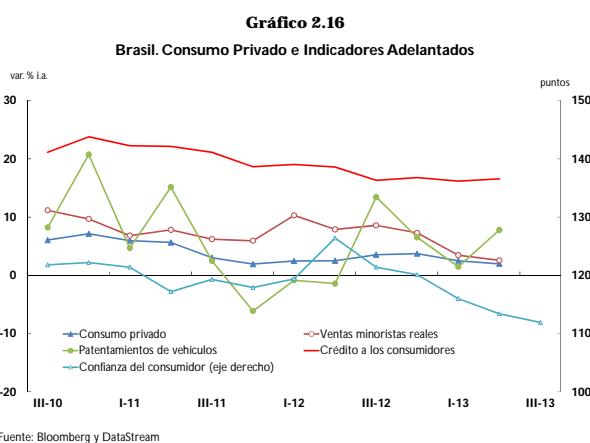
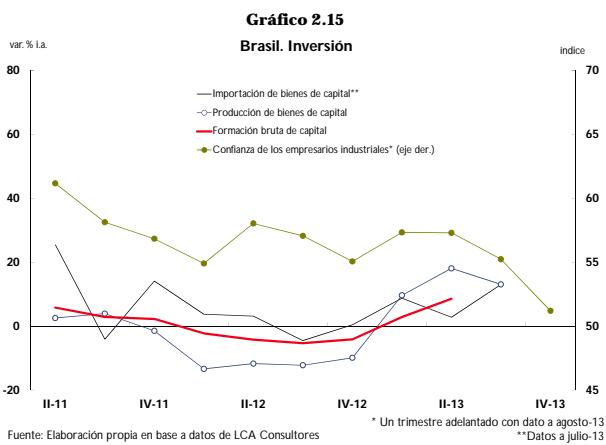
Desde la perspectiva de la oferta agregada, el sector servicios y la agricultura fueron los principales impulsores del crecimiento, mientras que por primera vez en varios trimestres la industria contribuyó positivamente a la expansión del PIB. Por el lado de la demanda agregada, el Consumo privado y la Inversión lideraron la expansión. En tanto las Exportaciones netas contribuyeron negativamente a la variación del Producto, aunque recortaron su aporte contractivo en el margen (ver Gráfico 2.14).

Los indicadores adelantados de la Inversión en el comienzo de la segunda mitad del año no resultan tan favorables como en los trimestres previos (ver Gráfico 2.15). En tanto, el gasto de las familias perdió impulso recientemente, según surge de la evolución de las ventas minoristas. El menor crecimiento del crédito al sector privado, del salario real y la ralentización de la creación de empleo, contribuyeron a acotar la expansión del Consumo privado (ver Gráfico 2.16). Aun cuando las condiciones del mercado de trabajo permanecen relativamente sólidas desde una perspectiva histórica, el débil desempeño de la actividad económica comenzó a reflejarse en una estabilización de la tasa de desocupación, que se ubicó en agosto en 5,3% de la Población Económicamente Activa (PEA; ver Gráfico 2.17).

En cuanto a la evolución del comercio exterior, en los primeros nueve meses de 2013 se observó una ligera contracción de las exportaciones (-2% i.a.), mientras que las importaciones crecieron un 9% i.a. Esta situación produjo un déficit comercial de US\$1.647 millones, en contraste con el superávit observado en igual período del año previo de US\$15.702 millones. En los últimos 12 meses hasta septiembre, el superávit comercial se ubicó en 0,1% del Producto (ver Gráfico 2.18). En este marco, se incrementó el déficit de Cuenta corriente, que acumuló en los últimos 12 meses cerca de 3,4% del PIB.

La inflación minorista se ubicó en agosto por segundo mes consecutivo dentro del rango de tolerancia establecido por el Banco Central de Brasil (BCB), pero cerca del límite superior de la banda objetivo ($4,5\% \pm 2$ puntos porcentuales —p.p.—; ver Gráfico 2.19).

El Comité de Política Monetaria del BCB decidió nuevamente —la cuarta vez en el año— incrementar el objetivo de tasa de interés de referencia del Sistema Especial de Liquidación y Custodia (SELIC) en 0,5 p.p. a 9%. Debido a que el mercado espera nuevas presiones inflacionarias para los próximos



meses, no se descartan nuevas subas en la SELIC en los próximos meses.

Desde mayo de este año, y como consecuencia directa del cambio de expectativas sobre el sesgo de la política monetaria en los Estados Unidos, la cotización de la moneda brasileña registró una mayor volatilidad y se depreció aproximadamente 14% en términos nominales frente al dólar estadounidense (13% i.a.). Ante esta situación, el BCB intervino en el mercado cambiario en reiteradas oportunidades —mediante licitaciones de swaps y repos² cambiantos—. Además, el BCB anunció un plan que contempla la intervención diaria programada en el mercado de cambios hasta fin de año.

En el plano fiscal, los gastos han crecido a una tasa superior a la de los ingresos, por lo que el superávit primario acumulado en los últimos 12 meses se redujo en términos interanuales y se ubicó por debajo del 2% del Producto, inferior a la meta gubernamental de 2,3% del PIB para el año en curso.

Zona del Euro

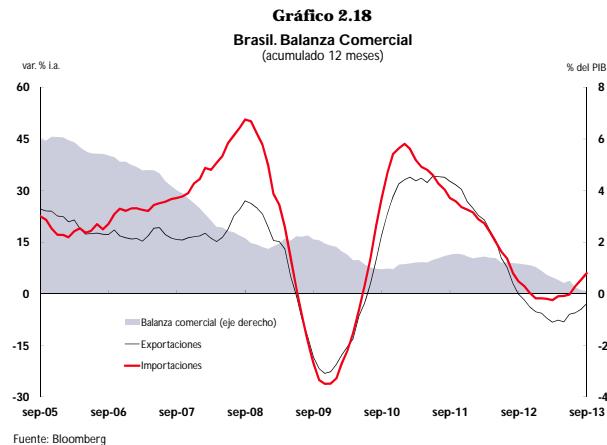
En el segundo trimestre del año, la zona del euro registró una suba del PIB de 1,2% anualizado sin estacionalidad (s.e.; ver Gráfico 2.20). De esta manera, evidenció un crecimiento trimestral del PIB por primera vez en siete trimestres.

La recuperación se explicó a partir de un mejor desempeño de las Exportaciones netas y, en menor medida, del Consumo privado. De acuerdo a los pronósticos del mercado, la región mostraría una merma del Producto cercana a 0,4% i.a. en 2013.

El desempeño siguió siendo heterogéneo entre los países (ver Apartado 2). El Producto de Alemania (que representa el 28% del PIB de la región) tuvo un incremento de 0,5% i.a., tras registrar una contracción en el trimestre previo; Francia mostró una evolución similar, con una suba de 0,3% i.a. Si bien la mayor parte de las naciones de la región evidenció expansiones, España, Italia, Eslovenia, Holanda y Chipre continúan en recesión.

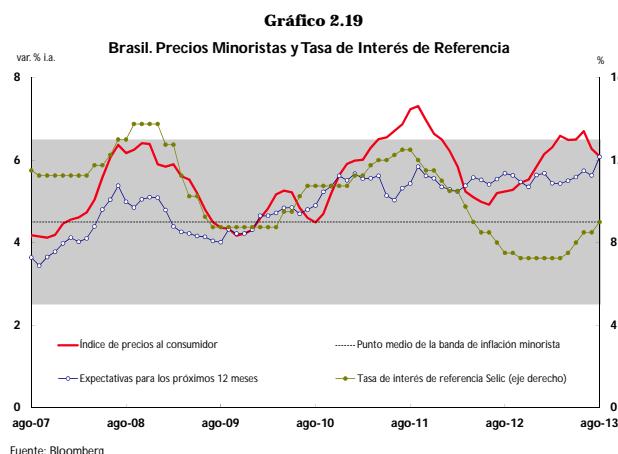
La dinámica del nivel de actividad aún no se vio reflejada en una mejora de las condiciones del mercado de trabajo. En efecto, la tasa de desocupación se mantuvo en torno a su máximo histórico (12%).

² Operaciones de provisión de divisas con un acuerdo de recompra a un plazo determinado, que permiten la provisión temporal de liquidez.



Se destacan los casos de Grecia y España, donde la desocupación alcanzó niveles de 27,6% y 26,3% de la PEA, respectivamente (ver Gráfico 2.21).

Si bien se observó cierta recomposición del Consumo de las familias, las frágiles condiciones laborales y el continuo desapalancamiento del sector privado siguieron desalentando el gasto de los hogares y de las empresas. En esta línea, las ventas minoristas continuaron en el sendero contractivo registrando en agosto una caída de 0,3% i.a. Sin embargo, puede señalarse que durante septiembre la confianza del consumidor alcanzó el máximo valor de los últimos dos años. Por su parte, la Inversión y el Consumo público seguirían contribuyendo negativamente al crecimiento económico, incluso pese a que se pospusieron algunos planes de ajuste fiscal. En tanto, la Inversión privada continuaría muy limitada, con varios indicadores de confianza de los empresarios arrojando resultados desfavorables.

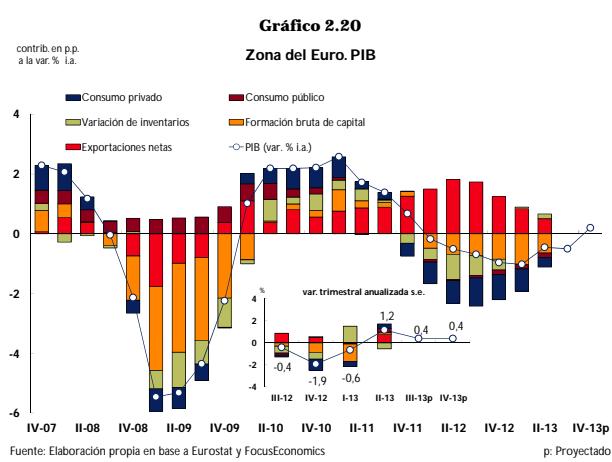


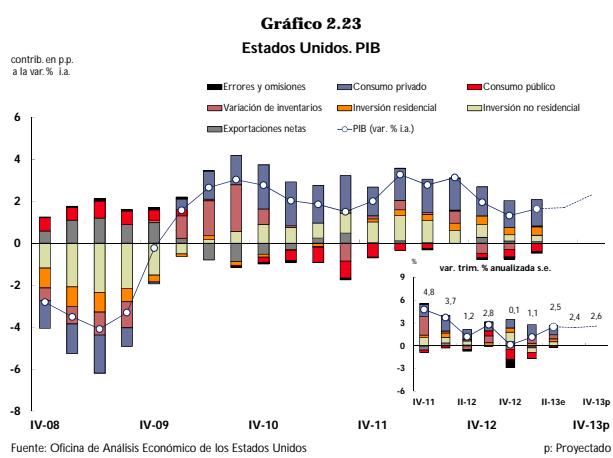
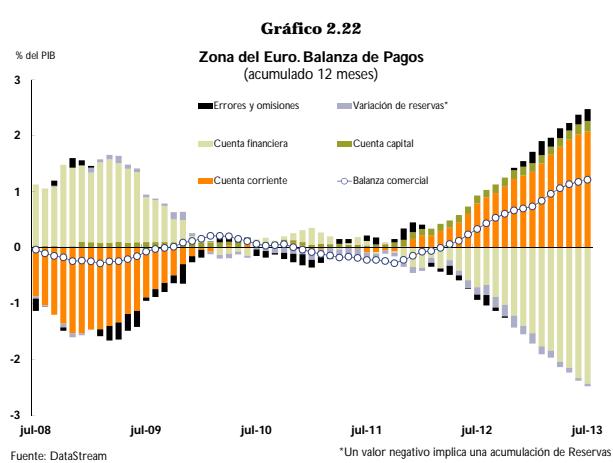
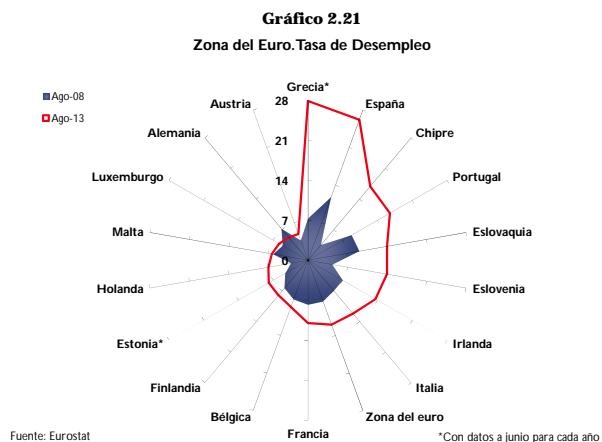
Las exportaciones de la zona del euro continuaron creciendo con respecto al año anterior aunque a un menor ritmo. En tanto, las importaciones se desaceleraron aún más, con variaciones negativas en el acumulado de los últimos 12 meses. De esta manera, el saldo comercial de la zona alcanzó un máximo de 1,4% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses a julio de 2013.

El creciente superávit comercial de la región contribuyó a una mejora del saldo positivo de la Cuenta corriente (2,1% del PIB en el acumulado de 12 meses a julio), que se combinó con una continua expansión del déficit de la Cuenta financiera (-2,4% del Producto). Esta evolución de la Cuenta financiera respondió principalmente a los mayores egresos asociados a la cancelación neta de pasivos externos por parte de las entidades financieras y, en el margen, a menores ingresos por Inversiones de portafolio (ver Gráfico 2.22).

Frente a la aún debilitada demanda interna, los precios minoristas siguieron desacelerando su tasa de aumento hasta alcanzar 1,3% i.a. en agosto pasado, permaneciendo por debajo de la meta del Banco Central Europeo (BCE; 2%) por octavo mes consecutivo. En tanto, el índice de precios subyacente —que excluye alimentos y energía— sostuvo una trayectoria estable, en torno al 1% i.a.

La autoridad monetaria mantuvo su tasa de interés de referencia en 0,5%, reafirmando además que la misma se ubicará en niveles bajos por un período





prolongado. Además inició una nueva estrategia por la cual comenzó a clarificar sus perspectivas de sendero futuro de la tasa de interés de política monetaria. El organismo también afirmó que su balance de riesgos sobre la actividad económica permanece sesgado hacia la baja.

Desde el punto de vista fiscal, la continuidad de las medidas de austeridad aplicadas permitió avanzar en la reducción del déficit de la región: se estima que el mismo represente 2,9% del PIB en 2013. Hacia delante las metas de ajuste fiscal de algunos países se verían relajadas con el objetivo de mejorar el desempeño de la actividad económica regional.

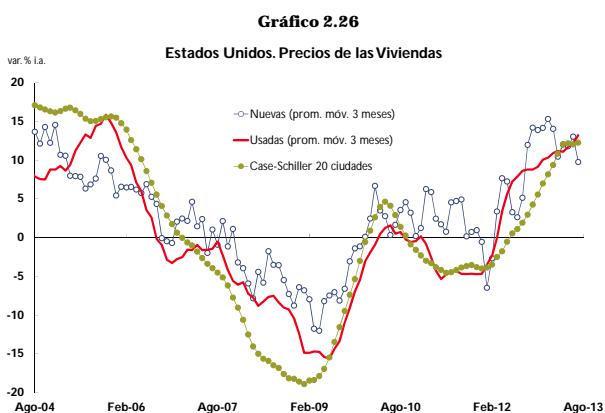
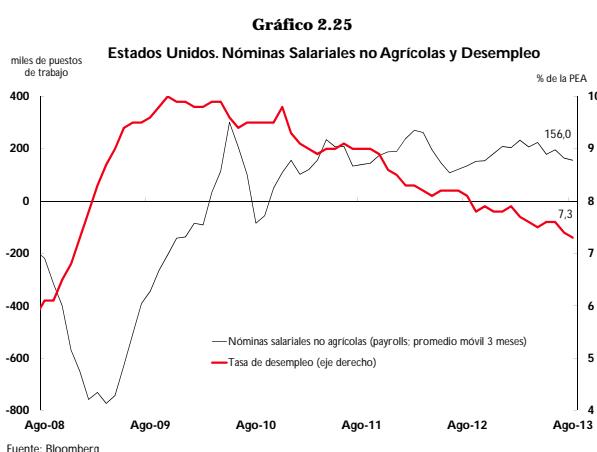
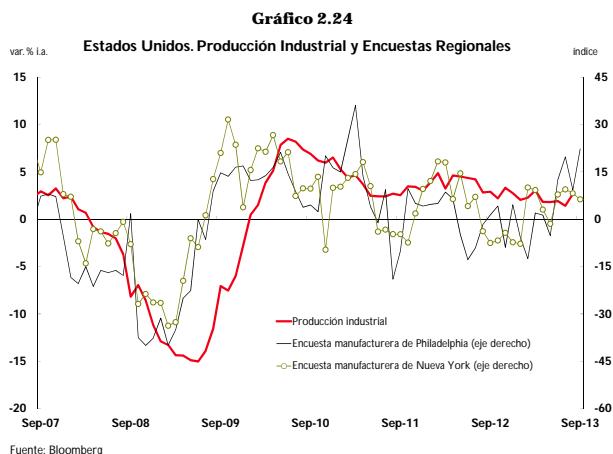
Estados Unidos

La economía estadounidense continuó creciendo a un ritmo interanual moderado, acelerándose en el segundo trimestre respecto del anterior al registrar una suba de 2,5% anualizada (s.e.). Esta dinámica estuvo explicada fundamentalmente por el aporte positivo del Consumo privado y de la Inversión, tanto residencial como no residencial. Además, se redujo la contribución negativa del Consumo público asociada al ajuste fiscal programado para este año (ver Gráfico 2.23). De acuerdo con las proyecciones del mercado, los Estados Unidos crecerían 1,7% i.a. en 2013, por debajo de la expansión del año previo (2,8% i.a.).

Por el lado de la oferta, la actividad industrial continuó reduciendo su tasa de incremento en los últimos meses, expandiéndose 2,7% i.a. en agosto. Los indicadores adelantados del sector mejoraron respecto al segundo trimestre, sugiriendo que se mantendría cierto dinamismo sectorial en los próximos meses (ver Gráfico 2.24).

En tanto, el mercado de trabajo estadounidense siguió evidenciando mejoras. En esta línea, la tasa de desempleo alcanzó 7,3% en agosto, 0,8 p.p. por debajo del registro de igual período del año previo (ver Gráfico 2.25). Esta dinámica se explicó por un aumento interanual del número de empleados de 1.951.000 personas, mientras que la PEA aumentó en 716.000 personas. Sin embargo en los últimos tres meses las nóminas salariales no agrícolas mostraron cierta moderación en el ritmo de creación de puestos de trabajo.

La recuperación del mercado laboral favoreció el desempeño del Consumo privado, que permanece afectado por el lento proceso de desapalancamiento de los hogares. Sin embargo, los aún muy elevados



niveles de desempleo continúan preocupando, sobre todo al considerar que la mejora ha sido mucho más lenta que en otros eventos previos de crisis.

El Consumo privado se vio también apuntalado por la mayor valuación de los activos de las familias, a partir de las subas de las bolsas y de los bienes inmuebles. En este sentido, el índice Case-Schiller³ subió 12,2% i.a. en julio, manteniendo el dinamismo de los últimos meses (ver Gráfico 2.26). Cabe destacar que el indicador todavía no refleja el movimiento ascendente de las tasas de interés hipotecarias evidenciado en julio y agosto.

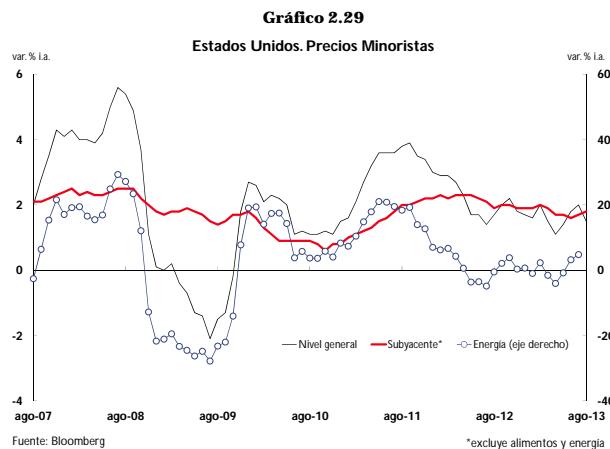
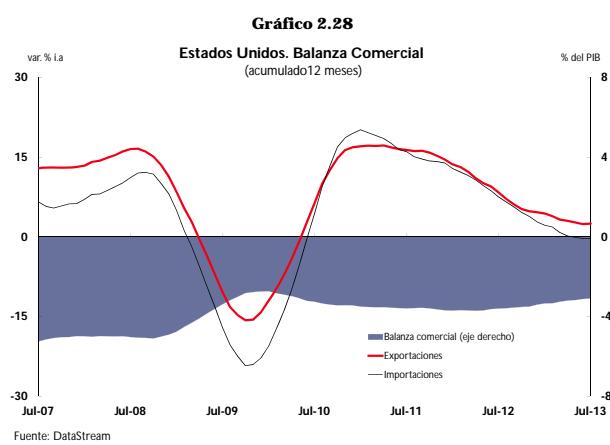
Las perspectivas para el gasto de capital también son favorables. La Inversión residencial seguirá apuntalando la actividad económica, según se desprende de los indicadores adelantados. El índice de la *National Association of Home Builders* (NAHB) —que mide las perspectivas de los constructores sobre el sector— continúa en su valor máximo desde noviembre de 2005 y se mantuvo en la zona de expectativas positivas. En tanto, los permisos de construcción siguieron creciendo en términos interanuales (ver Gráfico 2.27).

En cuanto al sector externo, las exportaciones volvieron a moderar su ritmo de expansión, registrando en julio una suba de 2,4% i.a. en el acumulado de 12 meses. Las importaciones registraron incluso contracciones en igual período, en gran medida por las menores compras de petróleo, dado el auge de la extracción no convencional de petróleo crudo (*shale oil*). El aumento de las exportaciones por sobre las importaciones permitió reducir el déficit de la balanza comercial al 3% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses (ver Gráfico 2.28). En tanto, el déficit de la Cuenta corriente resultó equivalente al 2,5% del PIB en igual período.

En los meses recientes se mantuvo relativamente estable el ritmo de crecimiento de los precios minoristas, en niveles inferiores pero próximos a la meta establecida por la Reserva Federal (Fed; 2% i.a.). Por su parte, el índice de precios subyacente —que excluye alimentos y energía—, también mostró una evolución contenida (ver Gráfico 2.29).

En este marco, el Comité de Política Monetaria de la Fed (FOMC, por su sigla en inglés) mantuvo la tasa de interés de referencia en sus mínimos históricos y sostuvo el ritmo de compra de activos de largo plazo. La autoridad se refirió a un crecimiento de la activi-

³ Índice que mide la variación de los precios de los inmuebles en 20 áreas metropolitanas.



dad económica “moderado” en la primera mitad de 2013, con elevado nivel de desempleo y si bien reconoció un fortalecimiento en el sector de la construcción, alertó sobre la reciente suba de las tasas de interés de créditos hipotecarios. Además, el Comité mostró preocupación sobre el desempeño económico en el caso de que la inflación se ubique persistentemente por debajo del objetivo. En este marco sostuvo que la disminución en el ritmo de compras de activos dependerá de la evolución de los indicadores de empleo en la segunda mitad del año.

Se verificó una apreciación generalizada del dólar frente a las monedas de las principales economías emergentes (con la excepción notoria de China) y un aumento de los rendimientos de los bonos de largo plazo, lo que repercutió sobre esta clase de activos financieros a nivel mundial.

En materia fiscal, los ingresos registraron una mejora sostenida producto de la implementación de diferentes subas de impuestos, a la creciente recaudación asociada al mayor dinamismo de la actividad económica y al cobro de dividendos por parte de las entidades Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) y Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)⁴. El aumento de los recursos junto con el ajuste de los gastos programados, implicó una mejora en el déficit fiscal que representó en el acumulado de los últimos 12 meses a agosto cerca de 4,2% del PIB. Esta evolución sería consistente con la estimación de la Oficina de Presupuesto del Congreso de los Estados Unidos para el año fiscal en curso (aproximadamente 4% del PIB).

El secretario del Tesoro estadounidense dijo que a mediados de octubre se alcanzaría el techo de endeudamiento de US\$16,7 billones, por lo que pidió que el Congreso eleve el límite lo antes posible. Más recientemente, las diferencias políticas postergaron por primera vez en 17 años la aprobación del nuevo presupuesto federal para el año fiscal 2014 —que se extiende entre octubre de 2013 y septiembre del año próximo—, lo que llevó a una parálisis parcial de ciertas reparticiones del sector público que realizan funciones no esenciales debido a la falta de financiamiento autorizado para el desarrollo de sus actividades. Esta situación agregó incertidumbre sobre el panorama fiscal del país, al tiempo que, de

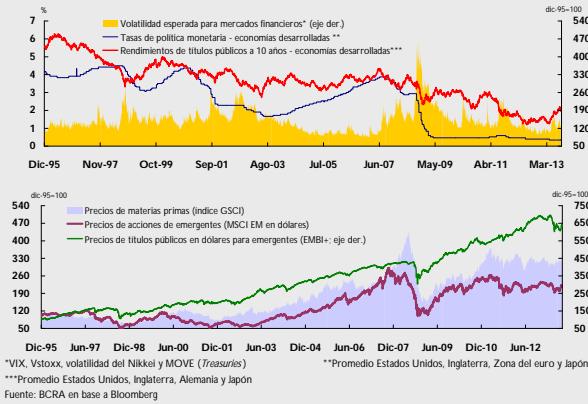
⁴ Ambas entidades —patrocinadas por el sector público federal— desempeñan un rol principal como actores en el mercado secundario de hipotecas residenciales en los Estados Unidos y mantienen relaciones estrechas con el sector público federal, principalmente por su función, tamaño y modo de operación. En 2008, ante el colapso del mercado inmobiliario, el gobierno estadounidense las incluyó dentro de un amplio paquete de rescate al sistema financiero.

persistir sin resolución, se estima que podría contribuir a un deterioro de las expectativas de crecimiento de la actividad económica estadounidense.

Apartado 1 / Nuevas evidencias de la relación de la política monetaria en los países avanzados y los flujos de capitales

Como se mencionara en el anterior **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria**, los flujos de portafolio hacia las economías emergentes y la cotización de sus activos financieros exhiben una elevada sensibilidad a factores exógenos a las mismas⁵. En los últimos meses esto volvió a ponerse en evidencia, esta vez en función del cambio en las señales de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) con respecto a la aplicación de medidas de estímulo no convencionales. Las modificaciones en las carteras de inversiones que se dieron a nivel global afectaron a los activos emergentes con fuerza y en forma generalizada. En este contexto cobró mayor notoriedad la relevancia de la comprensión de los efectos negativos de los flujos de capitales de corto plazo —para mejorar la regulación macroprudencial— y la necesidad de acciones más coordinadas de políticas a nivel internacional.

Gráfico 1 | Situación en Mercados Financieros de Economías Desarrolladas y Activos de Economías Emergentes

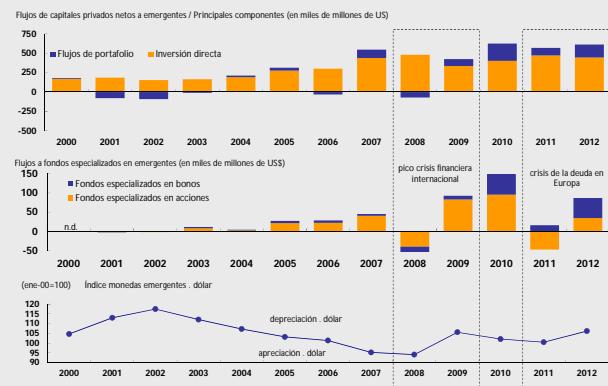


Las cotizaciones de los activos de economías emergentes se ven influenciadas mayormente por causas exógenas o de carácter internacional, conocidos en la literatura especializada como factores *push* (impulso). En menor medida, pueden influenciar también ciertas características de naturaleza doméstica, a las que se refiere como factores *pull* (atracción). En perspectiva, se evidencia que el ciclo alcista en los precios de los instrumentos de las eco-

⁵ Ver Apartado “Política monetaria en los países desarrollados y flujos de capitales: la evidencia reciente” en la edición anterior de este mismo Informe.

nomías emergentes verificado desde los primeros años de la década pasada hasta el pico de la crisis financiera internacional en 2008-2009 se dio en un contexto en el cual se combinaron ambos tipos de factores, aunque primaron los de tipo *push*. En efecto, mientras que en los mercados internacionales las tasas de interés de largo plazo se mantenían en niveles relativamente bajos y la volatilidad esperada para los mercados de acciones tendía a declinar⁶, se generó una mayor demanda por activos con retornos más atractivos, incluyendo a los instrumentos de los países en desarrollo (ver Gráfico 1).

Gráfico 2 | Flujos de Capitales a Emergentes y Evolución de Monedas



Por otra parte, en estas naciones se evidenció una significativa mejora macroeconómica, que incluyó, entre otros indicadores, fuertes tasas de crecimiento, menor inflación, mejora en el frente fiscal y en el perfil y la composición de la deuda —en el marco de un proceso de emisiones en monedas locales en varias economías en desarrollo—. Además, se observó una importante acumulación de reservas internacionales en un escenario de presiones hacia la apreciación de las monedas de los países emergentes. Todo ello, se tradujo en un menor riesgo percibido⁷

⁶ Los índices de volatilidad esperada para las bolsas de economías desarrolladas (como es el caso del índice VIX, que mide la volatilidad implícita en derivados sobre el S&P500) suelen ser tomados como aproximación al apetito por riesgo a nivel global. Una mayor volatilidad esperada coincide con una menor demanda de activos de mayor riesgo relativo.

⁷ Tal como lo evidencian tanto las calificaciones otorgadas a la deuda de las economías emergentes como los *spreads* implícitos en los mercados secundarios de esta deuda.

para estas economías en los mercados financieros⁸. Así, durante buena parte de la década pasada se dieron incrementos en los flujos de capitales hacia las naciones en desarrollo y una mejora en las cotizaciones de sus activos financieros (ver Gráfico 2).

El pico de la crisis financiera internacional de 2008-2009 tuvo un impacto negativo importante sobre los flujos de capitales hacia los países en desarrollo y sobre los precios de sus activos financieros. Posteriormente, en un contexto ya marcado por políticas de estímulo no convencionales en las economías avanzadas (que volvieron a incentivar la búsqueda de rendimientos superiores) y un mayor dinamismo económico relativo de las regiones emergentes, las cotizaciones de los instrumentos financieros de estas últimas tendieron a recuperarse. Sin embargo, a diferencia de lo observado en la primera parte de la década pasada, en los años más recientes se verificó un entorno cambiante, con repetidos episodios de tensión en los mercados internacionales, como aquellos vinculados con la profundización de la crisis financiera europea⁹. Paralelamente, en los ingresos de capitales en los países emergentes se observó una creciente ponderación de los flujos de portafolio sobre el total. Así, se potenciaron los efectos de los factores exógenos sobre la dinámica de los precios de los activos financieros en las economías en desarrollo.

Lo ocurrido en los últimos meses es un ejemplo de esta situación. La expectativa de que la Fed analice la posibilidad de comenzar a morigerar sus compras de activos hacia fines de 2013 hizo que los rendimientos de los instrumentos del Tesoro norteamericano a 10 años llegaran a ampliarse más de 100 puntos básicos (p.b.) desde principios de mayo (hasta principios de septiembre), al tiempo que se incrementó significativamente la volatilidad esperada para los *Treasuries*. La incertidumbre con respecto al futuro accionar de la Fed se tradujo en una mayor volatilidad en los mercados internacionales y en un menor apetito por riesgo en términos generales, que presionó —por ejemplo— transitoriamente sobre los mercados accionarios de las naciones desarrolladas.

Si bien el impacto negativo fue generalizado, estos efectos se amplificaron sobre los activos de los países emergentes —con mayor relevancia sobre los instrumentos de deuda soberana y en aquellas eco-

nomías en desarrollo con déficit en Cuenta corriente relativamente más elevados. Así, estas características denotan la influencia menor de ciertos factores domésticos en el comportamiento de los flujos de capital.

Por un lado, la mayor volatilidad se conjugó inicialmente con perspectivas de menor crecimiento para el conjunto de las naciones en desarrollo¹⁰. En efecto, en un escenario en el cual las variables que permiten estimar por aproximación los flujos de portafolio pasaron a computar salidas sostenidas de las economías emergentes, los precios de sus activos financieros evidenciaron mermas generalizadas y más marcadas que las observadas para los países desarrollados¹¹. Por otro lado, y en comparación con lo registrado en episodios previos de turbulencia en los mercados internacionales —como los períodos de tensión en los mercados europeos de agosto-noviembre de 2011 y mayo-junio de 2012—, los precios de los instrumentos de deuda soberana reflejaron un deterioro más significativo, tanto para aquellos denominados en moneda extranjera como para los emitidos en moneda doméstica¹² (ver Gráfico 3).



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

¹⁰ Fundamentalmente para los países emergentes de gran porte: China, India y Brasil.

¹¹ Así, por ejemplo, los *spreads* para la deuda en dólares de las economías emergentes se ampliaron desde fines de abril unos 100 p.b., que se suman al incremento observado en los retornos que sirven de base para calcular estos márgenes (los de los propios *Treasuries*).

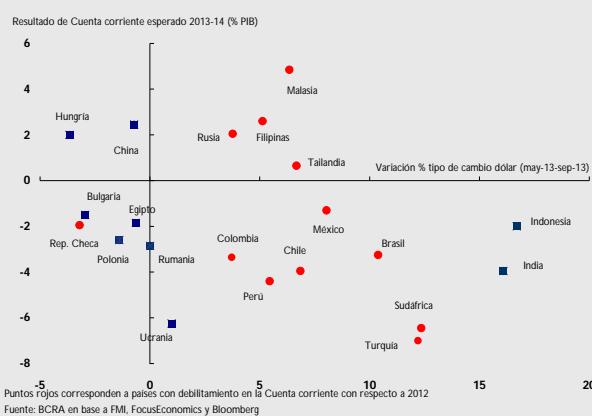
¹² Lo que tuvo como correlato una presión al alza en los retornos en moneda local. Se destaca que los flujos a fondos de inversión especializados en instrumentos de deuda emergente —usualmente menos volátiles que aquellos que invierten en acciones de estos países— evidenciaron desde fines de mayo salidas considerables tanto en el caso de los que invierten en renta fija en moneda extranjera como entre aquellos que lo hacen en bonos en moneda local. Sin embargo y en perspectiva, en los últimos años los períodos de salidas de fondos de inversión especializados en activos emergentes coinciden con escenarios de volatilidad en los mercados financieros de las economías desarrolladas, sin que se den cambios sustanciales en los fundamentos macro de los países en desarrollo.

⁸ Esta mejora coincidió con una sostenida tendencia ascendente en los precios de las materias primas.

⁹ A su vez, en períodos de mayor volatilidad en los mercados internacionales, la correlación entre los precios de los activos financieros de los países emergentes y las plazas de las economías desarrolladas tiende a incrementarse.

Finalmente, si bien el impacto negativo fue generalizado, se registró un mayor debilitamiento para los activos de algunas economías específicas con mayor vulnerabilidad en el frente externo. Esto se dio, por ejemplo, en el caso de las monedas, con un deterioro más pronunciado contra el dólar para países con déficit de Cuenta corriente en niveles relativamente altos y/o crecientes¹³ (ver Gráfico 4).

Gráfico 4 | Variación de Tipo de Cambio y Vulnerabilidad Externa



Más recientemente, y luego de que la Fed decidiera mantener su ritmo de compra de activos en su reunión de septiembre¹⁴ —para la cual existía un consenso en los mercados de que se anunciaría el inicio efectivo de la disminución en las compras de activos por parte de la institución— se observó una reacción positiva en términos de los precios de activos de mayor riesgo relativo.

De esta manera, los vaivenes registrados en los mercados financieros en los últimos meses ponen en evidencia cómo los factores vinculados a la aplicación de políticas en las naciones desarrolladas generan un contexto de incertidumbre y mayor volatilidad, con incidencia sobre los mercados financieros a nivel global, incluyendo a los activos de las economías emergentes. El efecto de estos factores en las decisiones de cartera de los inversores —que impulsan cambios en los flujos de portafolio entre países¹⁵— y en los precios de los diferentes

¹³ Las depreciaciones más considerables se dan en muchos casos en países con alta ponderación de las materias primas en sus exportaciones.

¹⁴ A la espera de una confirmación de las mejoras observadas en el mercado laboral, la Fed decidió mantener sin cambios sus compras de activos, mientras que el mercado esperaba una reducción de entre US\$10.000 millones y US\$15.000 millones en el total de compras mensuales (que seguirán siendo de US\$85.000 millones, entre Treasuries y MBS, por mes). No se descarta que la disminución en las compras se anuncie antes de fin de año.

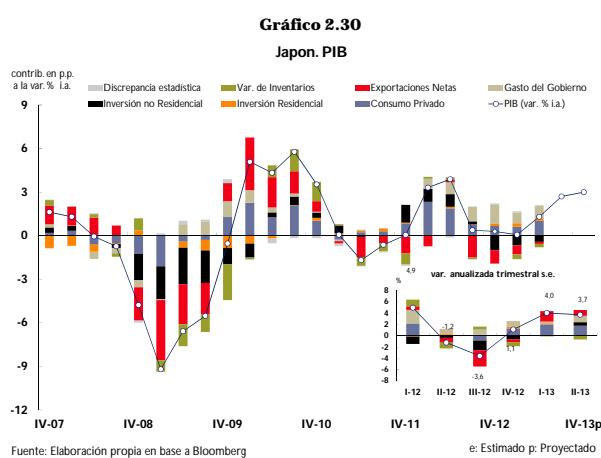
¹⁵ Debe tenerse en cuenta que la liquidez de los mercados de economías emergentes suele ser menor a la de las plazas de

activos —incluyendo una mayor volatilidad en tipos de cambio y hasta en tasas de interés en moneda local—, implica una externalidad negativa para los países en desarrollo, con potencial amplificación de los ciclos económico-financieros.

La secuencia de eventos generada a partir de los anuncios sobre posibles cambios en la política monetaria de la Fed muestra no sólo la importancia del canal de transmisión del ciclo financiero desde los países centrales a los periféricos, sino también la característica sobrereactión de las fluctuaciones en estos últimos, afectando el crecimiento y la volatilidad macroeconómica.

Esta característica tan asimétrica en el funcionamiento del sistema financiero internacional se potencia frente a la conducta de la Fed, que busca ajustar el uso de instrumentos no tradicionales en un contexto económico aún incierto. Un escenario así requiere una mayor coordinación de las políticas y la existencia de una regulación prudencial de los flujos de capitales que no abarque sólo a los países receptores sino también a los emisores.

economías desarrolladas en términos relativos, al tiempo que existen diferencias de liquidez entre diferentes segmentos de los mercados emergentes.



Japón

En el marco de un excepcional plan de estímulo a la actividad económica iniciado a principios de este año, la previsión de expansión se elevó recientemente en Japón hasta 1,8% para 2013, luego de que el nivel de actividad registrara una aceleración en su tasa de crecimiento en el primer semestre del año (ver Gráfico 2.30). Esta dinámica fue explicada, fundamentalmente, por la contribución positiva del Consumo —privado y público— y de las Exportaciones netas.

En lo que va del tercer trimestre, la producción industrial mantuvo la tendencia de recuperación que registra desde inicios de 2013. En tanto, el *Purchasing Managers Index* (PMI) manufacturero —que mide las perspectivas de los gerentes de compras del sector— se sostuvo en la zona de perspectivas de expansión por sexto mes consecutivo y entre los valores más elevados de los últimos años (ver Gráfico 2.31).

Desde la perspectiva de la demanda agregada, el Consumo privado tuvo un papel preponderante. El mismo se apoyó en un mercado de trabajo sólido, con niveles de ingresos crecientes y una tasa de desempleo próxima a las previas a la profundización de la crisis financiera internacional de 2008.

En tanto, se observó un repunte marginal de las exportaciones, favorecidas por la depreciación de la moneda; no obstante la evolución negativa del desequilibrio comercial se prolongó en los meses recientes. Así, el déficit comercial representó 2,1% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses a agosto (ver Gráfico 2.32).

El yen se depreció cerca de 21% i.a. respecto al dólar, trayectoria seguida también por el tipo de cambio real multilateral (más allá de una leve apreciación reciente en el margen). Tal evolución se vio influida por la política monetaria expansiva local, además de por los desarrollos comentados para los Estados Unidos (ver Gráfico 2.33).

La inflación minorista se expandió 0,7% i.a. en agosto, y si bien el componente sin alimentos frescos y energía continuó cayendo 0,1% i.a., siguieron avanzando en la tendencia de aceleración inflacionaria planteada como uno de los objetivos centrales de las autoridades económicas, sugiriendo que el ambicioso programa monetario podría estar dando los resultados buscados.

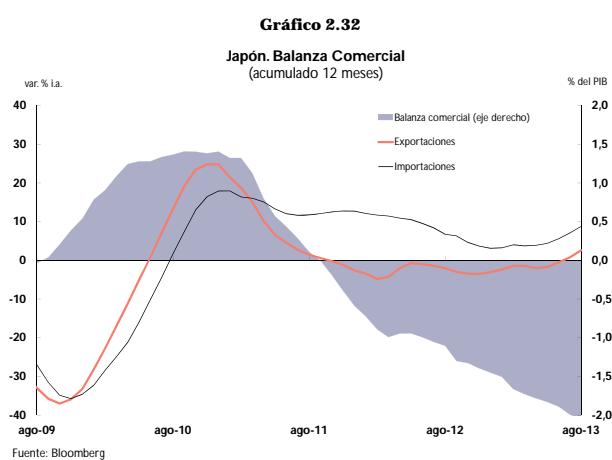
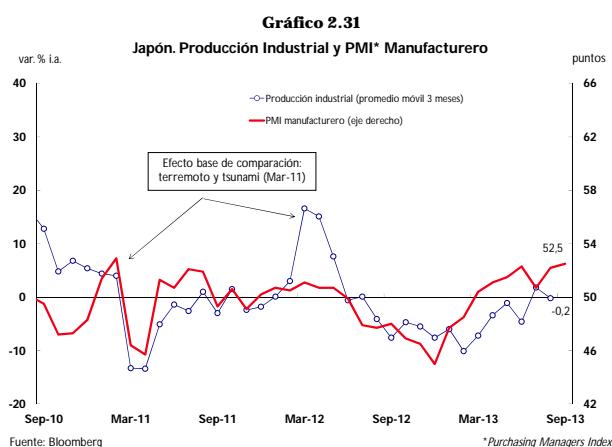
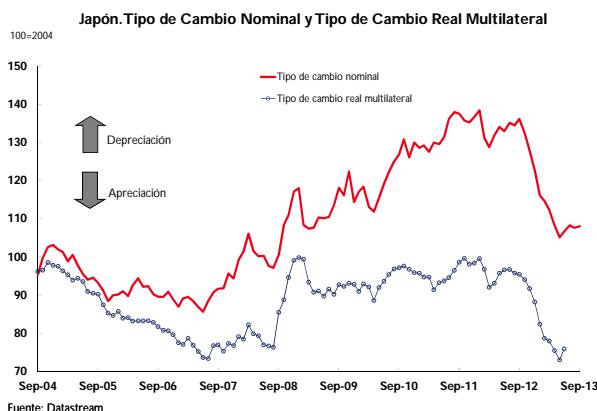


Gráfico 2.33

En el marco del conjunto de medidas excepcionales lanzadas hacia inicios del presente año, los préstamos al sector privado continuaron creciendo, registrando una suba de 2,3% i.a. en agosto (ver Gráfico 2.34). Cabe señalar que el incentivo al crédito y a la Inversión privada se encuentra en el contexto de las reformas estructurales del programa económico.

En cuanto a las finanzas públicas, si bien el déficit fiscal japonés siguió siendo pronunciado (en torno al 10% del PIB), la atención se centra en la decisión que tomará el gobierno sobre el aumento de los impuestos al consumo previsto para abril del año que viene y su posible impacto negativo sobre la dinámica del gasto interno.

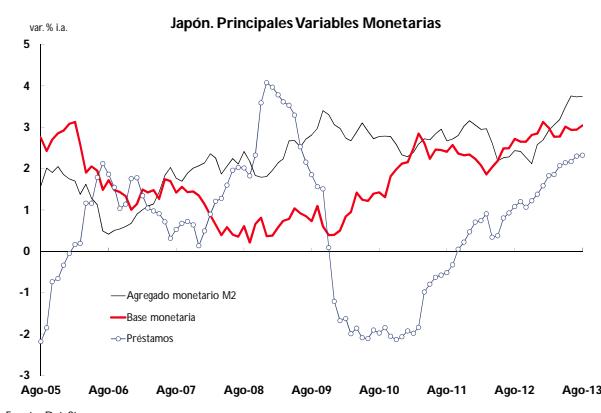
Si bien es prematuro evaluar el impacto del programa de estímulo lanzado en Japón, se destacan algunos aspectos: una mejora en ciertos indicadores de actividad; una expansión importante del crédito al sector privado, que impulsará en el corto plazo mayor Consumo e Inversión; y avances en la aceleración inflacionaria buscada para la economía.

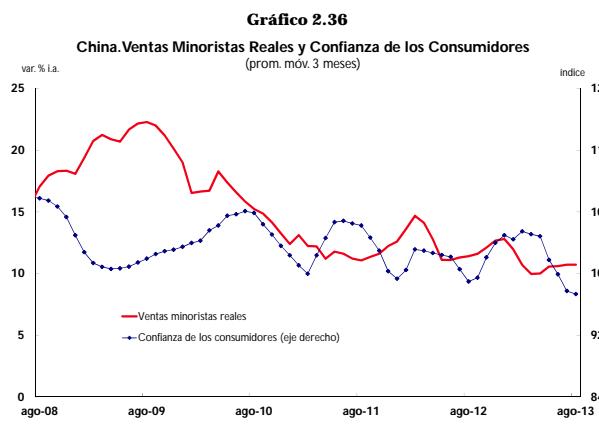
China

En el segundo trimestre de 2013, la economía de China continuó desacelerándose ligeramente, al registrar una tasa de expansión de 7,5% i.a. (ver Gráfico 2.35). Mientras que el Consumo fue el principal impulsor del crecimiento, la moderación en la oferta de créditos limitó el alza de la Inversión.

Al igual que para otros países emergentes, las proyecciones del mercado de expansión de la economía china para el presente año fueron revisadas a la baja hasta 7,6% i.a.

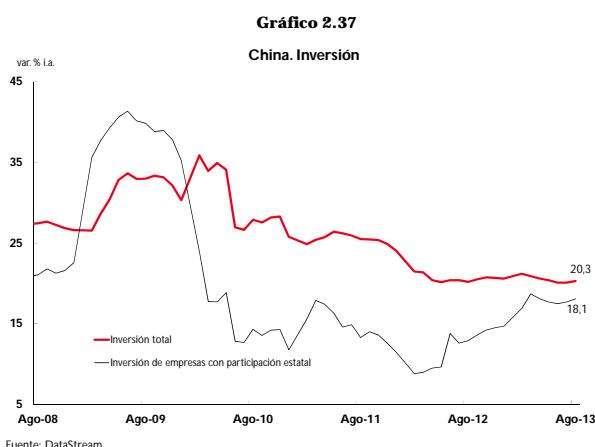
Para el tercer trimestre del año los indicadores sugieren una estabilización del crecimiento económico, sobre la cual habría incidido una recomposición de inventarios. Las ventas minoristas reales se mantuvieron en ascenso recientemente, al tiempo que la confianza de los consumidores mostró un ligero repunte, sugiriendo un mayor ritmo de expansión del gasto de las familias en el tercer trimestre (ver Gráfico 2.36). En tanto, la Inversión volvió a crecer a tasas cercanas al 20% i.a., en un marco en el que el gasto de capital de las empresas con participación estatal continuó incrementándose en torno al 18% i.a. (ver Gráfico 2.37).

Gráfico 2.34**Gráfico 2.35**



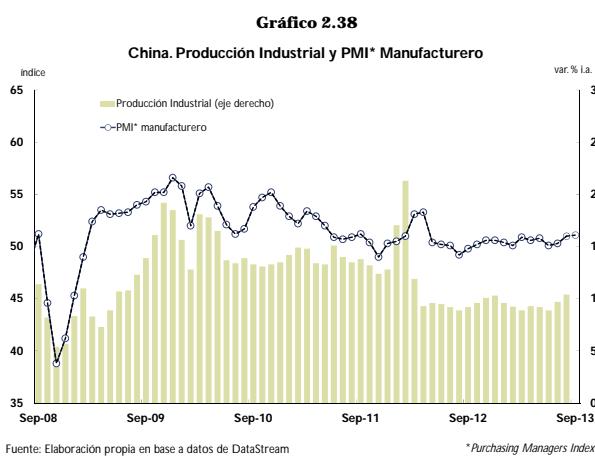
Por el lado de la oferta, se destaca que luego de un segundo trimestre de moderado crecimiento, la producción industrial retomó impulso y en agosto se expandió 10,4% i.a., el mayor aumento en diecisiete meses. En línea con ese desempeño, el *Purchasing Managers Index (PMI)* manufacturero —que mide las perspectivas de los gerentes de compras sobre el sector— se mantuvo en zona de expectativas de expansión (ver Gráfico 2.38).

Los datos de comercio exterior también evidenciaron cierta mejora en los meses recientes. Las ventas externas aumentaron 9% i.a. en los 12 meses transcurridos hasta julio pasado, al tiempo que las compras se expandieron 5% i.a. en igual período. De esa forma, el saldo comercial resultó superavitario y alcanzó aproximadamente 3,2% del Producto, registrando una suba interanual de 1 p.p. del Producto. La evolución favorable de la Cuenta corriente y de la Inversión Extranjera Directa permitió continuar con el proceso de acumulación de Reservas internacionales (ver Gráfico 2.39).

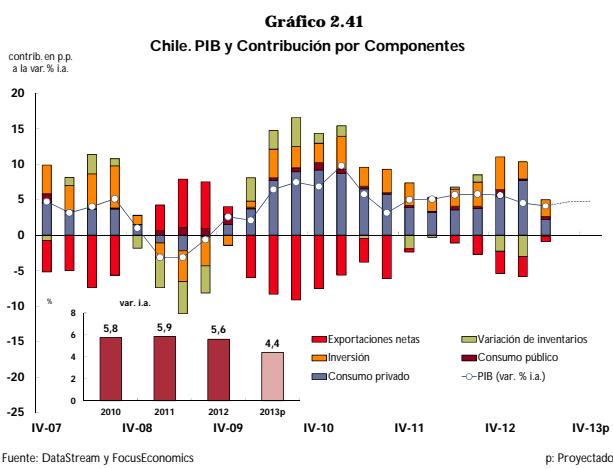
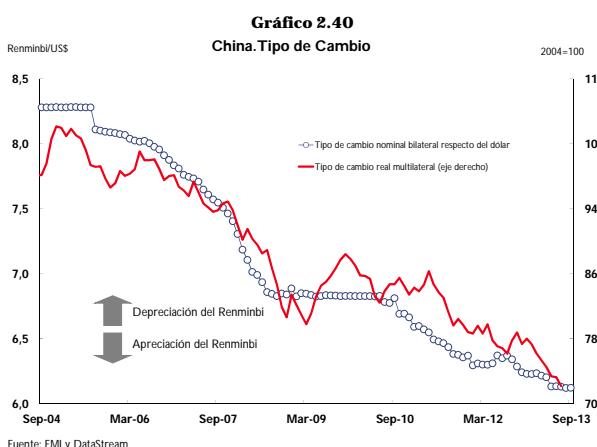
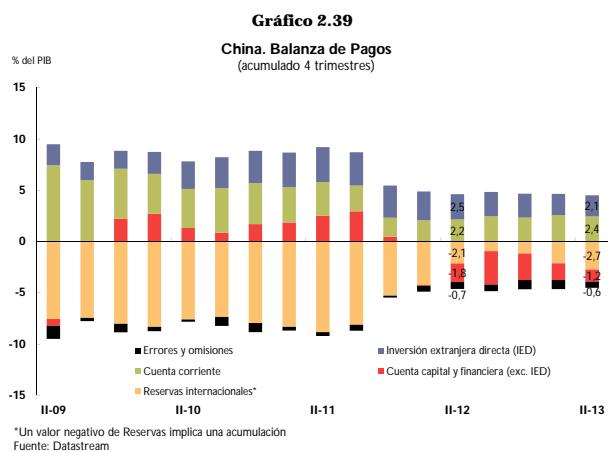


A mediados de julio las autoridades del Banco Popular de China (PBoC, por su sigla en inglés) decidieron avanzar en la política de liberalización de las tasas de interés. Se eliminaron ciertos topes sobre las tasas de préstamos bancarios, al tiempo que se prevé que se avance con la liberalización de las tasas sobre los depósitos en los próximos meses.

Por otra parte, las autoridades chinas continuaron implementando cambios regulatorios con el objetivo de liberalizar gradualmente el mercado de capitales. Se amplió la cuota del plan denominado “QFII” (*Qualified Foreign Institutional Investor*) desde US\$80.000 millones hasta US\$150.000 millones, lo que permitirá un mayor flujo de inversiones de portafolio. En los próximos meses, se espera que se ponga en marcha la segunda parte de este plan que permitirá a los inversores chinos operar dentro de la bolsa de valores de Hong Kong. Además, en el marco de la estrategia de internacionalización de la moneda local, se amplió la licencia del llamado “RQFII” (*Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor*) a Singapur y Londres, otorgándoles a los inversores la posibilidad de realizar operaciones en la moneda china dentro de estos mercados de capitales. Por último, el gobierno expresó su voluntad de reducir las restricciones sobre los ingresos de Inversión extranjera directa.



Dado el superávit en la Balanza de pagos internacionales y las medidas detalladas anteriormente, la



cotización del renminbi respecto del dólar estadounidense continuó apreciándose, incluso a pesar de las depreciaciones generalizadas de las monedas emergentes registradas durante el trimestre (ver Gráfico 2.40).

Para asegurar el objetivo de crecimiento, el Concejo de Estado anunció un paquete de estímulo, aunque relativamente acotado. Básicamente, se suspendió la vigencia a partir del 1º de agosto de impuestos (al valor agregado y sobre ventas) sobre Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs) y se redujeron cargas y aranceles administrativos para el comercio exterior, al tiempo que se constituyó un fondo para el desarrollo de proyectos ferroviarios en el oeste y el centro de China.

Chile

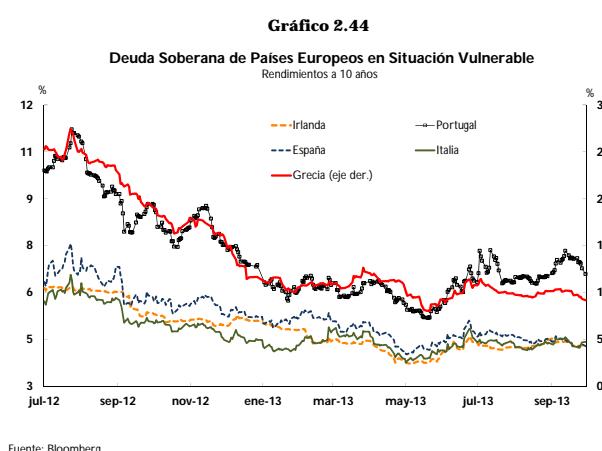
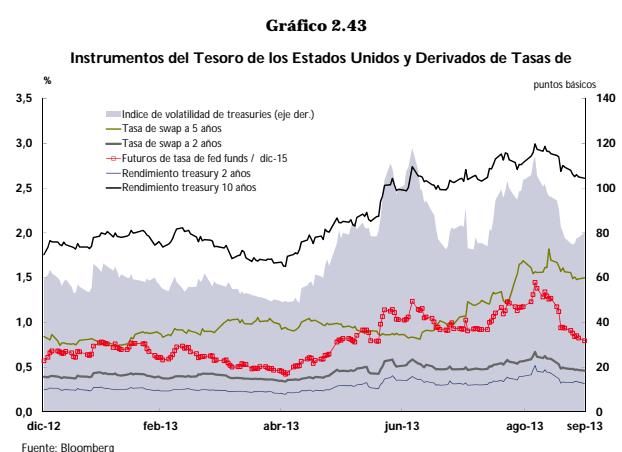
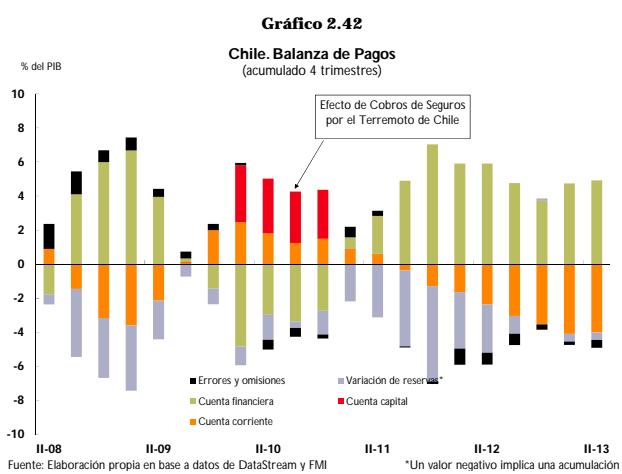
La actividad económica en Chile siguió registrando valores elevados, aunque moderó su ritmo de expansión al registrar un alza de 4,1% i.a. Para el presente año se proyecta una reducción de 1,2 p.p. en la tasa de crecimiento respecto de 2012, que según las estimaciones de mercado alcanzaría un 4,4% i.a. (ver Gráfico 2.41).

Desde la óptica de la oferta agregada, el menor crecimiento económico se debió principalmente a la caída de la actividad minera, producto de las huelgas gremiales —situación que se revirtió en julio pasado—.

Por el lado de la demanda, la robustez del mercado de trabajo permitió que el Consumo privado continúe siendo el principal impulsor del crecimiento económico. La tasa de desempleo alcanzó en agosto su mínimo valor desde 2009 al ubicarse en 5,7%, mientras que los salarios reales siguieron en alza. Los indicadores adelantados del gasto de las familias sugieren un desempeño menos favorable para los próximos meses.

En tanto, las exportaciones volvieron a reducirse y las importaciones exhibieron, en el acumulado de 12 meses a agosto, un crecimiento de 5,6% i.a. De esta forma, el superávit comercial continuó achiéndose y representó 0,4% del PIB.

Este débil desempeño del comercio exterior contribuyó nuevamente al empeoramiento del déficit de la Cuenta corriente, que en el acumulado de los últimos cuatro trimestres hasta mediados de 2013 representó 4% del Producto (ver Gráfico 2.42).



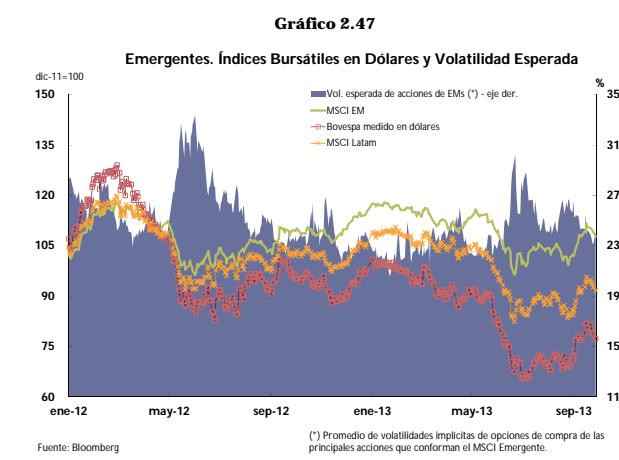
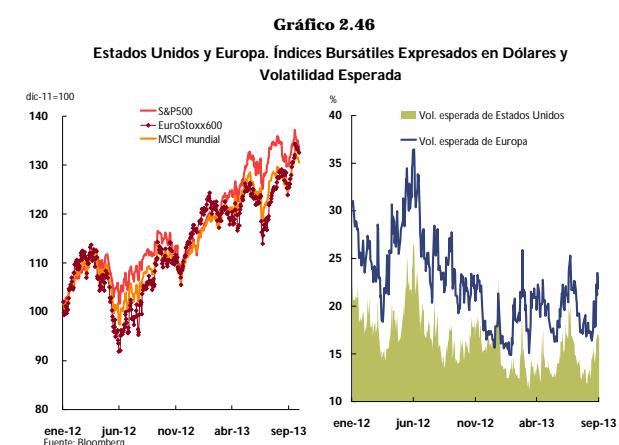
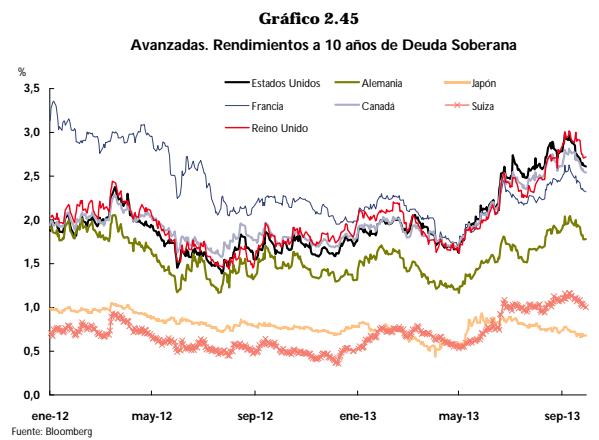
La inflación minorista se mantuvo contenida dentro de la banda establecida por el Banco Central de Chile (BCC). En este contexto, el BCC decidió mantener su tasa de interés de referencia en 5%, sin modificaciones desde febrero de 2012.

2.3 Mercados Financieros Internacionales y Flujos de Capitales

Entre julio y agosto se extendió la suba de los rendimientos de la deuda de largo plazo de los Estados Unidos afectando la generalidad de los mercados financieros a nivel internacional, con una posterior reversión registrada en septiembre (aunque se sostuvo la tendencia general observada desde principios de mayo). A la tensión originada a partir de las perspectivas de reducción del estímulo monetario de los Estados Unidos, se le sumaron otros factores, como la persistencia de algunos focos de incertidumbre en Europa —aunque con menor peso en los últimos meses— y las tensiones geopolíticas en Medio Oriente. En este contexto, los activos de economías emergentes profundizaron entre julio y agosto el debilitamiento que venían mostrando desde que comenzó la baja del precio de los bonos del Tesoro norteamericano, en un escenario de desarme de posiciones en estos instrumentos y mayor volatilidad en los tipos de cambio. No obstante, durante septiembre, y frente a una moderación de las expectativas respecto al accionar futuro de las principales autoridades monetarias, cierta recomposición permitió a los precios de estos activos cerrar el trimestre con un saldo positivo.

En los Estados Unidos fueron consolidándose las expectativas sobre una reducción del ritmo de compras mensuales de activos por parte de la Fed, que tendría lugar hacia fin de año. Esto se dio en función de las señales relativamente positivas en la economía norteamericana y de los gestos concretos desde la Fed, que explicitaron la posibilidad de aminorar las compras más adelante en el año¹⁶ y —eventualmente— finalizar el programa a mediados de 2014. Por su parte, si bien desde la propia institución se remarcó que la política de bajas tasas de interés de corto plazo se mantendrá hasta que mejoren los fundamentos macroeconómicos, las expectativas sobre estas tasas de interés para los próximos 2 años también mostraron cierta tendencia alcista en los últimos meses (ver Gráfico 2.43).

¹⁶ Pese a que la Fed no decidió en la reunión de septiembre un recorte del ritmo de compras de activos, se mantuvieron las expectativas de los analistas para que esto tenga lugar en algún momento antes de fin año.



Con respecto a los mercados financieros europeos, en el tercer trimestre el riesgo percibido se mantuvo sin grandes cambios, ante una menor incertidumbre con respecto a la situación política en países específicos (como Italia y Portugal; ver Gráfico 2.44). En términos de política monetaria, tanto desde el Banco Central Europeo como desde el Banco de Inglaterra comenzó a anticiparse que se mantendrán las tasas de interés en niveles bajos por un tiempo prolongado, no descartándose nuevas medidas para concretar estos objetivos.

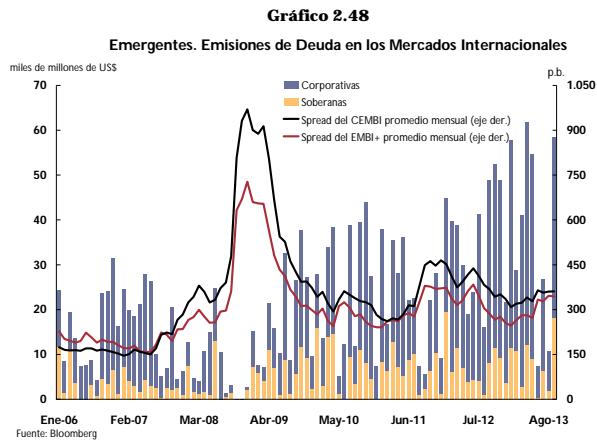
Continuando la tendencia iniciada en mayo, desde fines de junio los rendimientos de la deuda soberana de los Estados Unidos a 10 años siguieron ampliándose hasta niveles cercanos al 3% a principios de septiembre (ver Gráfico 2.45), aunque durante las semanas posteriores se dio un importante recorte de 40 puntos básicos (p.b.) tras lo cual el aumento en el trimestre fue de unos 10 p.b. Una evolución similar siguieron los instrumentos de igual plazo correspondientes a Alemania, el Reino Unido, Francia y Canadá.

Con respecto al mercado bursátil, el índice bursátil norteamericano S&P500 avanzó casi 5% desde fines de junio, pese a que en agosto se observó cierta toma de ganancias (ver Gráfico 2.46). Este incremento se sumó a la suba de casi 15% registrada en la primera mitad del año¹⁷. Por su parte, el índice bursátil europeo Stoxx600 medido en dólares acumuló un avance de casi 13% durante julio y septiembre, muy por encima del incremento de los primeros seis meses del año. La volatilidad esperada, tras el aumento registrado en el segundo trimestre del año, se redujo levemente en promedio en los últimos meses, tanto para los índices de los Estados Unidos como de los de Europa.

En términos de los activos financieros de las economías en desarrollo, durante el tercer trimestre los índices bursátiles revirtieron parcialmente la tendencia negativa observada durante buena parte de 2013, fundamentalmente como consecuencia del repunte registrado en septiembre. Esto se dio en un contexto de aumento en la volatilidad esperada para estos activos. Así, tras contraerse 11% en dólares durante el primer semestre del año, el índice *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) avanzó 5% desde fin de junio para la generalidad de los emergentes (ver Gráfico 2.47)¹⁸. En el caso del sub-

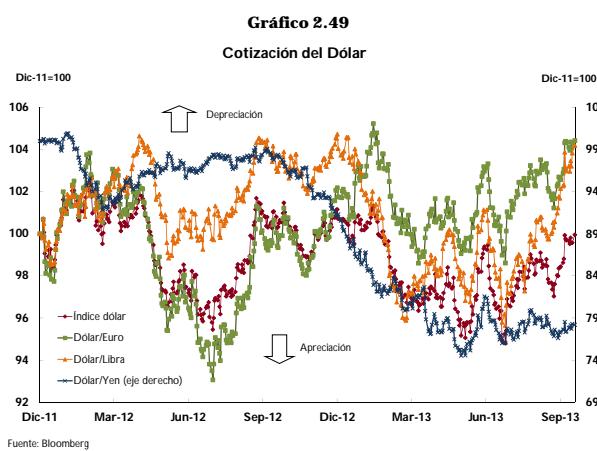
¹⁷ Esta tendencia positiva del primer semestre se vio interrumpida por cierta toma de ganancias desde mediados de mayo a fines de junio.

¹⁸ Tras una baja acumulada de cerca de 1% entre julio y agosto, le siguió una mejora en septiembre que más que compensó dicha caída en los precios.



índice para América Latina, pese a que las mermas medidas en dólares fueron más acentuadas en el primer semestre (16%), la recuperación en el tercer trimestre fue de menor magnitud (4%)¹⁹. Desde principios de mayo las acciones de los países emergentes acumulan una caída de 5% en dólares (13% en el caso de América Latina).

Los diferenciales de rendimiento implícito en los precios de los títulos públicos de las economías en desarrollo con respecto a los bonos del Tesoro estadounidense mostraron una ampliación desde fines de junio. Ello repercutió negativamente sobre el acceso a nuevo financiamiento en los mercados internacionales por parte de las empresas (más acentuadamente) y de los gobiernos de dichos países, especialmente durante julio y agosto²⁰ (ver Gráfico 2.48). En términos agregados, en el último trimestre los montos de deuda colocados en los mercados internacionales se redujeron cerca de 22% respecto de trimestre anterior y 10% frente a igual período del año pasado. No obstante, en septiembre estas operaciones recobraron el dinamismo observado en los primeros cinco meses del año y alcanzaron su segunda mayor marca mensual en el año. En particular, respecto de la deuda soberana, en el trimestre el monto emitido promedio superó al del período abril-junio y casi se duplicó en términos interanuales. En contraste, para la deuda corporativa, que representa la mayor parte del volumen emitido, se registró una caída trimestral e interanual de los montos emitidos, al tiempo que siguieron destacándose las operaciones de empresas de Asia emergente —incluyendo China— (más del 43% del monto colocado por empresas economías en desarrollo)²¹.

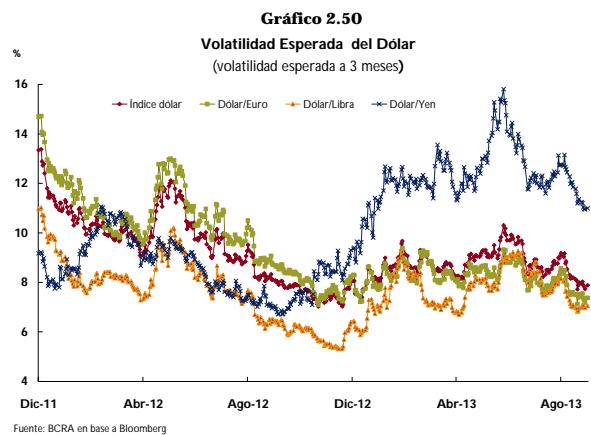


Las salidas netas desde fondos de inversión especializados en acciones de economías emergentes cesaron hacia fines de septiembre, tras seis meses de desarme de posiciones que llevaron a computar un saldo negativo para el acumulado de año. Por su parte, se verificó un menor dinamismo en los retiros desde los fondos especializados en renta fija por menores salidas desde fondos que invierten en deuda en moneda extranjera. Por su parte, los retiros desde estos fondos que se focalizan en deuda en moneda local se han mantenido.

¹⁹ En parte, debido a la depreciación de las monedas de la región frente al dólar estadounidense.

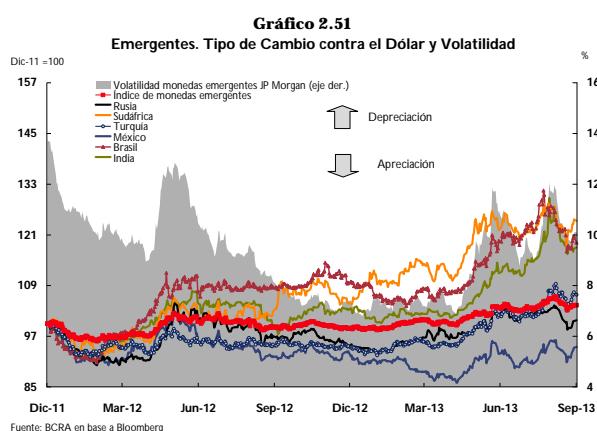
²⁰ Como correlato del impacto de la suba de los retornos de los bonos del Tesoro norteamericano iniciada en mayo, en junio el financiamiento empresas y gobiernos de economías emergentes marcaron un mínimo en casi 2 años.

²¹ América Latina y el agregado de Europa emergente, Medio Oriente y África se dividieron, por partes iguales, la participación restante.



En los mercados de divisas, el índice dólar²² se depreció desde fines de junio 3,5% (ver Gráfico 2.49), aunque acumula en lo que va del año una apreciación levemente positiva (0,6%). Con respecto a los tipos de cambio bilaterales, el dólar se depreció significativamente (4%) frente al euro desde fines de junio, más que compensando la apreciación que se había registrado en el primer semestre (1,4%). Por su parte, la divisa estadounidense se depreció 1% contra la moneda japonesa desde fin de junio, en un contexto de menor volatilidad esperada para el yen (ver Gráfico 2.50). Esto contrasta con lo observado durante el primer semestre, cuando el dólar se había apreciado más de 14% contra la divisa japonesa.

Las monedas de los países emergentes se desvalorizaron en promedio 0,6% respecto del dólar desde fines de junio, un ritmo inferior al observado en la primera mitad del año y acumulando una depreciación de 4,5% desde fines de abril, sin grandes cambios en relación con la volatilidad esperada (ver Gráfico 2.51). En términos regionales sobresalen Asia y América latina con una depreciación promedio de las monedas superior al 2% en el tercer trimestre²³. Como se mencionara anteriormente, estos movimientos en los mercados de divisas motivaron la intervención de las autoridades monetarias de varias economías emergentes a través de diferentes tipos de modalidades y resultados. El Banco Central de Brasil por ejemplo, intensificó la utilización de *swaps* de tipo de cambio para contener la depreciación de su moneda a lo que se sumó la decisión de seguir incrementando la tasa de referencia, que se sumaron a otras medidas comentadas anteriormente.



Para los próximos meses se espera que los mercados financieros internacionales mantengan un patrón cambiante, con eventual materialización de nuevos episodios de volatilidad en función de factores diversos. En términos financieros, el principal factor seguirá siendo la incertidumbre acerca del momento específico a partir del cual la Reserva Federal comenzará a reducir las compras de activos financieros, su impacto sobre la curva de rendimientos norteamericana y su efecto sobre los mercados internacionales. Adicionalmente, se mantienen otros factores de riesgo como los efectos de las negociaciones con respecto al presupuesto para el año fiscal 2014 y al techo del endeudamiento soberano en los Estados Unidos, la situación de las economías europeas más vulnerables y la evolución del

²² Índice que promedia la paridad de esta moneda contra una canasta de divisas con la cual la economía norteamericana mantiene un fluido intercambio (euro, yen, libra, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo).

²³ En el caso de Asia, se destaca la depreciación contra el dólar de las monedas de India (5%) e Indonesia (14%).

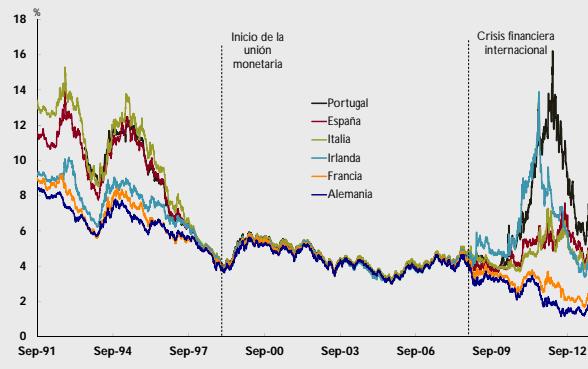
conflicto en Medio Oriente, entre otros. Este contexto volátil seguiría presionando sobre los precios de los activos de economías emergentes y sobre sus monedas, no pudiendo descartarse que a raíz de las decisiones de política económica en los países centrales se verifiquen repercusiones negativas sobre la trayectoria macroeconómica de algunas naciones en desarrollo.

Apartado 2 / Análisis comparativo del desempeño macroeconómico en los países de la zona del euro

Tras más de cinco años desde el inicio de la crisis financiera global, una importante parte de los analistas internacionales considera que la evolución económica de la zona del euro continúa constituyendo uno de los principales riesgos para el crecimiento mundial. El desempeño macroeconómico de esta región ha mostrado un patrón significativamente asimétrico —amplificado por una política monetaria única para todos los países de la región— manteniendo niveles elevados de incertidumbre en un escenario que, según la autoridad monetaria regional, presenta importantes desafíos para la política económica del bloque²⁴.

En su origen, la unidad monetaria conllevó la expectativa de una confluencia económica entre las naciones miembros en el marco de los criterios de Maastricht²⁵. No obstante, desde los comienzos de su funcionamiento, la heterogeneidad estructural de las economías de la región —diferentes instituciones laborales y niveles de competitividad dispares de las economías, entre otras— no sólo no se corrigieron sino que se profundizaron con los años.

Gráfico 1 | Zona del Euro. Rendimiento Implicito en los Precios de los Bonos Soberanos a 10 años



Fuente: DataStream

La libre movilidad de capitales permitió la financiación desde las economías centrales (superavita-

²⁴ Banco Central Europeo (2012). “Heterogeneidad en las condiciones financieras de la zona del euro y sus implicaciones para la política monetaria” Boletín mensual de agosto.

²⁵ Los criterios de convergencia, aplicados a cada país bajo el Tratado de la Unión Europea, se puede resumir de la siguiente manera: (1) tipo de cambio promedio que no se desvíe en más de 2,25 puntos porcentuales (p.p.) de su paridad central durante los dos años anteriores a la adhesión; (2) tasa de inflación que no supere en 1,5 p.p. la tasa media de los tres países de la comunidad con los menores registros (3) las tasas de interés a largo plazo que no excedan 2 p.p. de la tasa de interés promedio de los tres países con la tasa de inflación más bajas, (4) el déficit presupuestario del gobierno que no exceda del 3% de su PIB, y (5) la deuda pública total no exceda el 60% de su Producto.

rias) hacia los países más vulnerables de la zona (deficitarias) en condiciones muy favorables en relación a las que se registraban con anterioridad a estos cambios institucionales (ver Gráfico 1). De esta manera, la integración monetaria tendió a generar condiciones homogéneas de financiamiento en toda la región, independientemente del grado de vulnerabilidad económica que presentaba el país receptor de los fondos.

Sin embargo, se observaron desempeños asimétricos en un marco de acumulación de desequilibrios macroeconómicos y financieros en varios países de la zona del euro exacerbados por la forma en que la unión monetaria se construyó. Desde el inicio, los criterios de convergencia no contemplaron, por ejemplo, mecanismos efectivos para resolver eventuales desbalances de Cuenta corriente o diferencias inflacionarias persistentes entre los países²⁶.

Asimismo, la libre movilidad de capitales permitió en varios casos un crecimiento excesivo del endeudamiento del sector público, de los hogares y de las empresas —tanto con el sistema financiero local como con contrapartes externas—. Estos rasgos desestabilizantes se vieron retroalimentados, a partir de la crisis internacional, dada la fragilidad patrimonial del sistema financiero y las dudas sobre la solvencia soberana.

Gráfico 2 | Zona del Euro. Inflación Minorista Acumulada desde la Unificación Monetaria (1999-2012)



Fuente: FMI

Al tener una moneda compartida entre 17 países, la zona del euro experimentó una elevada rigidez en los mecanismos de ajuste vía precios, en la medida en que no resultó viable institucional y políticamente la variación del tipo de cambio necesaria

²⁶ Arestis, P., Fontana, G. y Sawyer, M. (2011) “The dysfunctional nature of the economic and monetary union” <http://tinyurl.com/l9mzgt5>.

para resolver la situación de los países más comprometidos externamente. Así, cuando los flujos de capitales privados repentinamente dejaron de financiar los desequilibrios macroeconómicos, la corrección se dio a partir de un recesivo y deflacionario ajuste de la absorción interna²⁷.

En efecto, el diferencial de inflación que se acumuló entre los socios regionales constituyeron —incluso desde antes de la crisis internacional— uno de los rasgos emergentes de la heterogeneidad estructural de la unión monetaria dada la rigidez de su política monetaria y la existencia de un tipo de cambio común (ver Gráfico 2).



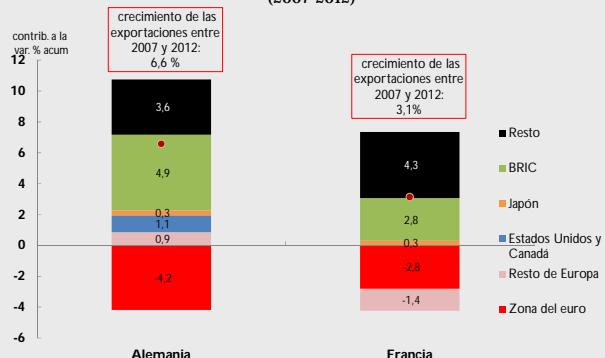
La contracción de la actividad económica se potenció a partir de los elevados niveles de desempleo, especialmente en los países más vulnerables (ver Gráfico 3). Este desempeño condujo a un deterioro de las cuentas públicas y de la solvencia del sistema financiero.

Si bien la recesión impactó negativamente sobre todos los integrantes del área, por los significativos lazos comerciales intra-regionales, los países más grandes (Alemania y Francia) dispusieron de un mayor margen de maniobra y capacidad para reorientar su producción hacia destinos extra-regionales (ver Gráfico 4).

Por lo tanto, si bien los datos de actividad económica del segundo trimestre de 2013 mostraron que la mayoría de los países de la zona del euro volvió a expandirse —tras la recesión más larga desde la creación de la unión monetaria—, el nivel del Producto continúa siendo inferior a los valores previos a la crisis para la mayoría de los socios regionales. Así, el peso de los países más grandes determinó un crecimiento del promedio regional, en un marco en el que algunas economías continúan contrayéndose y los niveles de Producto per cápita siguen por

debajo de los registros antes del inicio de la crisis (ver Gráfico 5). Esto denota una vez más la asimetría existente entre las distintas naciones integrantes de la unión monetaria.

Gráfico 4 | Alemania y Francia. Exportaciones por Principales Destinos (2007-2012)



La necesidad de un ajuste macroeconómico, frente a la imposibilidad de una devaluación y dado el elevado desempleo en las economías más perjudicadas, impulsó una contracción de los costos laborales unitarios, mejorando la competitividad de ciertos países (ver Gráfico 6). Sin embargo, este proceso deflacionario representó pérdidas significativas de crecimiento y costos en el bienestar de la población de esos países.

Gráfico 5 | Zona del Euro. PIB per cápita (2008-2012)

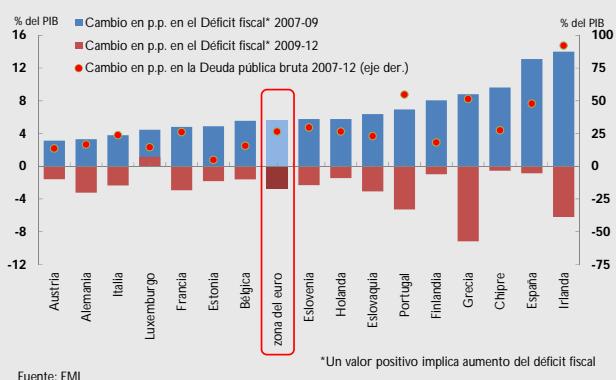


El *shock* que significó para la zona del euro la crisis financiera global afectó también diferencialmente a las finanzas públicas, ampliando los registros de déficit fiscal —en algunos casos por rescates a los sistemas financieros— e incrementando los niveles de endeudamiento público (ver Gráfico 7).

²⁷ Paul Krugman (2012) “Revenge of the optimum currency area” <http://tinyurl.com/mrgosap>

Gráfico 6 | Zona del Euro. Evolución de los Costos Laborales Unitarios

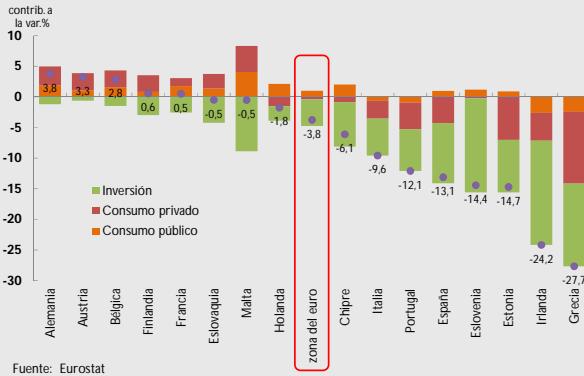
Así, las dinámicas de deterioro de los ingresos y de reparación patrimonial de las familias y de las empresas que determinaron un ajuste significativo del gasto privado fueron acompañadas por medidas de austeridad fiscal —en especial a partir de 2010— que intentaron mitigar el “pánico” sobre un posible problema de solvencia soberana, potenciando²⁸ una merma importante del gasto interno sobre los países más vulnerables (ver Gráfico 8). En este marco, recuperó fuerza el debate en torno a la necesidad de una mayor integración fiscal en la región que permita una armonización más efectiva de criterios y evoluciones entre países.

Gráfico 7 | Zona del Euro. Resultado Fiscal y Deuda Pública

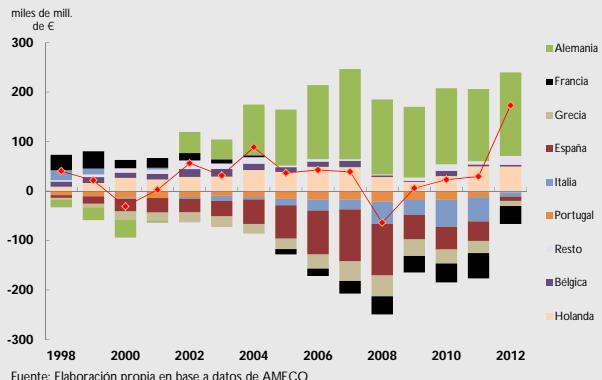
La caída de la demanda interna en los países más afectados dio lugar a una reducción de los déficits externos, lo que les permitió contener el deterioro de sus posiciones externas (ver Gráfico 9).

La crisis puso el acento sobre la institucionalidad del sistema financiero de la unión, lo que dio lugar a reformas en materia de regulación y asistencia a las instituciones financieras, que incluyen la transición hacia una unificación bancaria. Además,

prevé la transferencia a organismos regionales de las competencias relacionadas con la gestión y resolución de crisis de entidades financieras.

Gráfico 8 | Zona del Euro. Absorción Doméstica (2007-2012)

En definitiva, tras más de cinco años de crisis financiera global, la heterogeneidad estructural de los países y los problemas aún no resueltos en la construcción institucional de la unión monetaria, han determinado que los desempeños macroeconómicos al interior de la zona del euro hayan resultado significativamente asimétricos.

Gráfico 9 | Zona del Euro. Cuenta Corriente

Los problemas de la unión monetaria y de sus integrantes plantean un reto importante para las autoridades políticas y económicas de las naciones y de la región. El sendero emprendido hasta ahora para afrontar la crisis a partir de un simultáneo ajuste fiscal, financiero y externo —con significativos efectos contractivos— generó elevados costos para los países más vulnerables de la región. En este contexto, prevalece la incertidumbre sobre la sostenibilidad política y macroeconómica regional, que requerirá esfuerzos adicionales por parte de las naciones más afectadas por un período prolongado.

²⁸ Ver Apartado 1 del Informe Macroeconómico y de Política Monetaria (BCRA) de Abril de 2013.

3 Actividad Económica

En el tercer trimestre de 2013 la actividad económica creció, en línea con el desempeño del mercado interno y una demanda externa moderada.

Considerando los componentes del gasto agregado, el Consumo privado brindó nuevamente el mayor dinamismo a la economía, a partir del aumento de los ingresos laborales, la suba en las transferencias públicas a los sectores de menores recursos y las condiciones favorables en los mercados de crédito. La Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) volvió a elevarse, producto de incrementos en la adquisición de Equipo durable de producción y en la Inversión en construcción. Las cantidades exportadas crecieron de manera moderada, con una merma de los envíos al exterior de los Productos Primarios que alcanzó a ser compensada por las mayores ventas al resto del mundo de manufacturas agropecuarias e industriales.

Por el lado de la oferta, los indicadores parciales adelantados señalan una expansión en el tercer trimestre tanto de la producción de bienes como de servicios. La industria y la construcción evidenciaron nuevamente un aumento interanual de la actividad. También creció el sector agropecuario, producto de un alza en la ganadería y una mayor actividad agrícola vinculada a la finalización de la campaña 2012/13 y a las tareas iniciales del ciclo 2013/14. Por su parte, los servicios continuaron mostrando un desempeño favorable y siguieron contribuyendo de manera significativa a la expansión de la actividad económica. Las cantidades importadas permanecieron en alza, resultado de una mayor necesidad de Bienes de Capital y de Piezas y Accesorios para bienes de capital por parte de las empresas y del sostenido aumento de la demanda interna que elevó las adquisiciones de Bienes de Consumo.

Para lo que resta de 2013 se espera que se mantenga la evolución positiva, a partir del crecimiento del mercado interno en un escenario de una demanda externa estable.

Gráfico 3.1
Estimador Mensual de la Actividad Económica
(prom. móv. 3 meses)

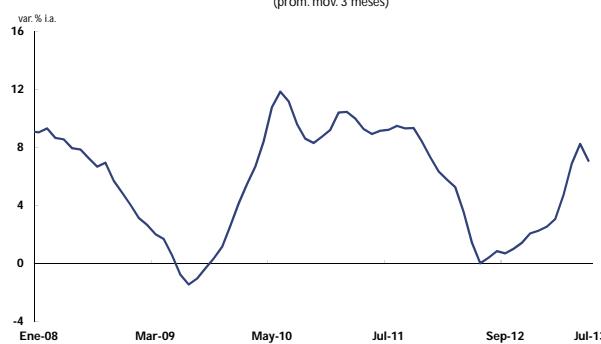
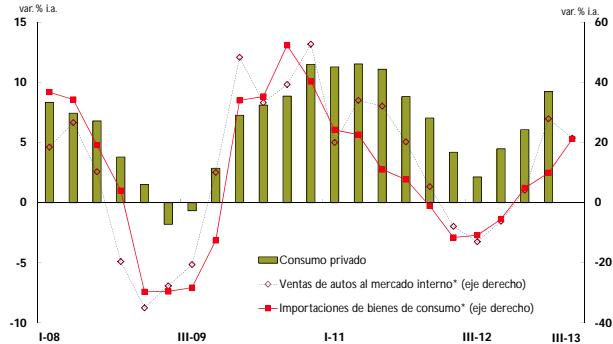


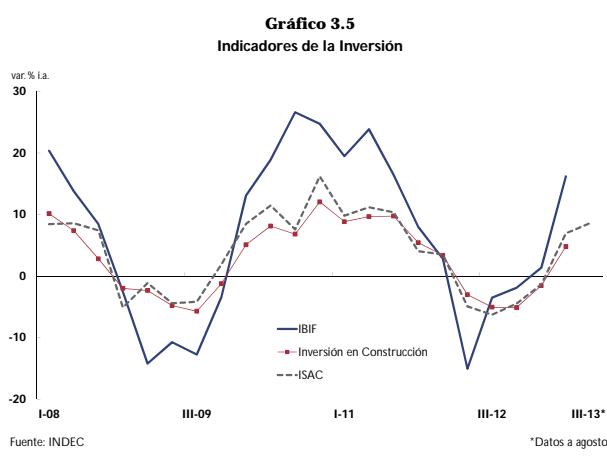
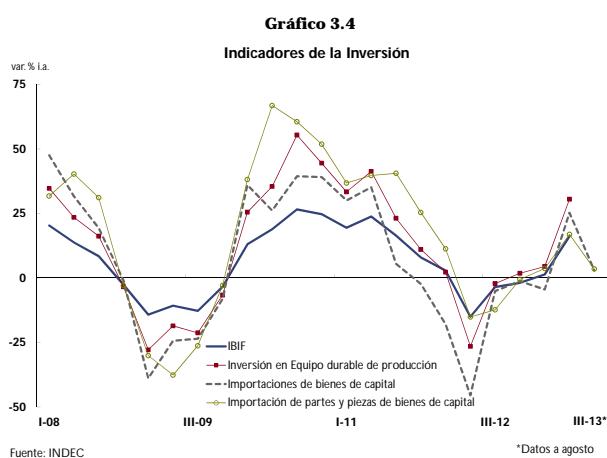
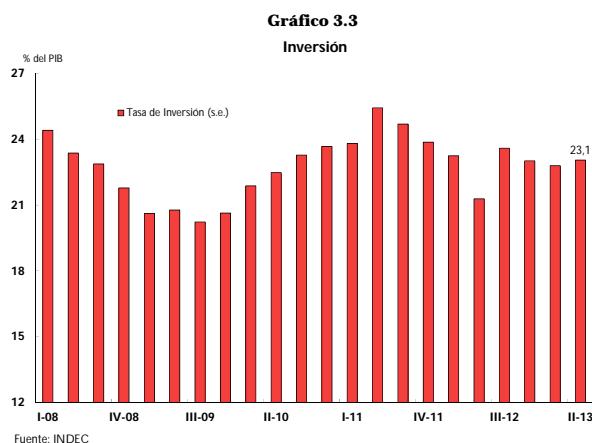
Gráfico 3.2
Indicadores de Consumo



Fuente: INDEC

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

*Datos a agosto



3.1 Demanda

Durante el tercer trimestre de 2013 la actividad económica volvió a expandirse, estabilizando su ritmo de crecimiento interanual (ver Gráfico 3.1). El Consumo privado se mantuvo como el principal sostén de la demanda agregada, al tiempo que la inversión continuó en alza, con un incremento generalizado de sus componentes. Las cantidades exportadas evidenciaron subas interanuales, aunque a un ritmo más moderado que en el segundo trimestre.

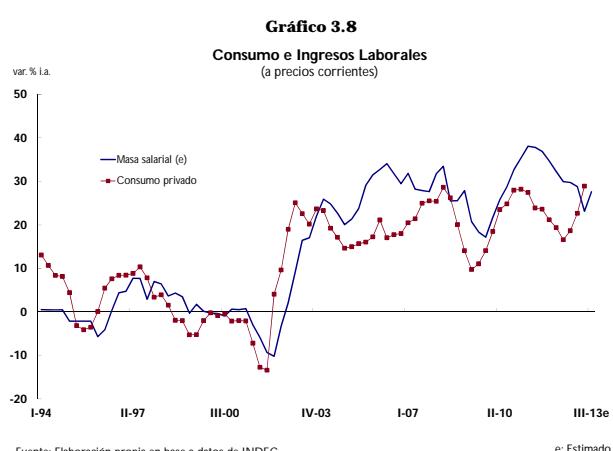
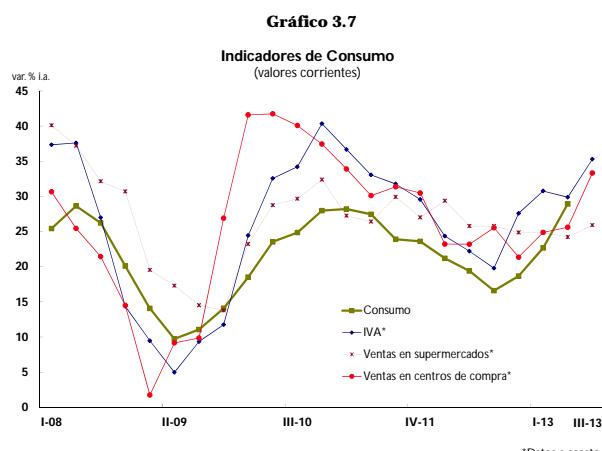
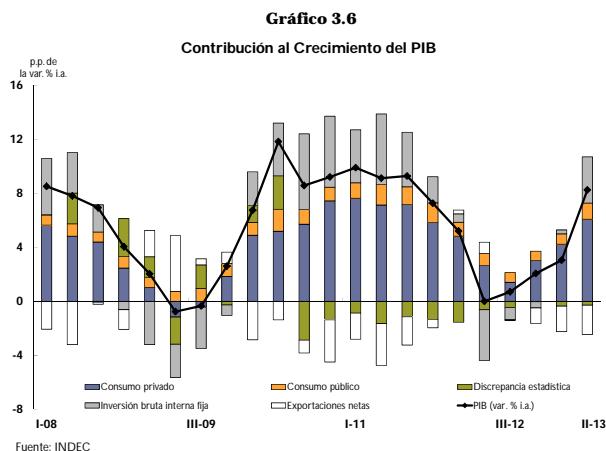
Inversión

La Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) volvió a elevarse en el tercer trimestre de 2013, tras el fuerte crecimiento registrado en el segundo (16,2% en términos interanuales —i.a.—). Como resultado, la inversión como porcentaje del PIB, medida sin estacionalidad, se ubicó en 23,1% entre los meses de abril y junio, previéndose que se sitúe en torno a tal nivel en 2013 (ver Gráfico 3.3).

Según se desprende de los indicadores adelantados, en el tercer trimestre se incrementó el gasto en Equipo durable de producción, como producto principalmente del aumento en las adquisiciones de bienes de capital de origen importado (ver Gráfico 3.4). En particular, las importaciones de bienes de capital se elevaron en torno a 3% i.a. y las compras al exterior de sus partes y piezas crecieron en una magnitud similar.

La Inversión en construcción volvió a mostrar una mejora y se expandió a un ritmo superior al del segundo trimestre (ver Gráfico 3.5). Los mayores incrementos se registraron en las obras del sector público, con nuevas inversiones viales y de infraestructura. Dentro del sector privado la suba abarcó a las construcciones en viviendas y a las edificaciones con fines comerciales e industriales, mientras que las construcciones petroleras experimentaron una baja en el período.

En los próximos meses la inversión seguiría en ascenso, favorecida por la permanencia de las políticas públicas destinadas a incentivar el gasto de capital. En este sentido, el Programa de Crédito Argentino (PRO.CRE.AR) —implementado por el Gobierno Nacional en julio de 2012— siguió impactando en el corriente año, con más de 65 mil viviendas en proceso de construcción y un incremento del gasto de \$6.500 millones durante el primer semestre de 2013 (equivalente al 5,4% del PIB construcción). Recien-



temente se lanzaron dos líneas nuevas en el marco del mismo programa. La primera contempla el financiamiento del 100% de la compra de un terreno y la posterior construcción del inmueble, y la segunda permite el financiamiento del 80% de la compra de una vivienda a estrenar.

Durante el trimestre se lanzó un tercer tramo de la Línea de Crédito Productivo cuyos fondos deberán colocarse durante el segundo semestre de 2013²⁹, con una inyección prevista adicional de aproximadamente \$20.000 millones (4,1% de la IBI). A diferencia de los anteriores, en el tramo actual se permite la financiación de capital de trabajo asociado a proyectos de inversión de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas, por hasta un monto equivalente al 20% del importe total del proyecto. En tanto, la entidad monetaria continuó licitando fondos en el marco del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario. Como resultado, los préstamos en pesos destinados a financiar a las personas jurídicas crecieron 38% i.a. en agosto pasado y siguieron ganando participación en el total del crédito en moneda nacional (ver Sección 8).

Consumo

Durante el tercer trimestre de 2013 el Consumo privado continuó en expansión y permaneció como el principal impulsor de la economía, tras elevarse 9,2% i.a. en el segundo (ver Gráfico 3.6). En tanto, el Consumo público siguió creciendo a un ritmo similar al de los meses previos.

En lo que respecta a los indicadores adelantados del gasto de las familias, las ventas en supermercados en términos nominales elevaron su incremento a aproximadamente 26% i.a. en los primeros dos meses del tercer trimestre de 2013. Crecieron con más fuerza las ventas en centros de compras, con un alza del 33% i.a. La comercialización de autos en el mercado local aumentó 21,5% i.a. en el período julio-agosto, producto de una suba en las ventas de los vehículos de origen importado³⁰. En tanto, las cantidades importadas de Bienes de consumo experimentaron un aumento en torno al 21% i.a., levemente inferior al del segundo trimestre (ver Gráficos 3.2 y 3.7).

²⁹ Las principales entidades financieras y aquellas que se desempeñen como agentes financieros del gobierno nacional, provincial, de la CABA y/o municipal deben destinar el 5% de los depósitos del sector privado —tomando como base el saldo de fin de mayo pasado— al otorgamiento de créditos al sector productivo a una tasa del 15,25% (ver Comunicación A 5449).

³⁰ Producto del régimen automotor vigente entre Argentina y Brasil los países presentan una especialización productiva. Las terminales radicadas en Brasil se concentran mayoritariamente en la fabricación de autos pequeños de consumo masivo y en la Argentina se realiza principalmente la producción de autos medianos y de utilitarios.

El impulso al consumo de las familias provino, entre otros factores, del incremento en los ingresos laborales que, en conjunción con los elevados niveles de empleo, resultó en un nuevo crecimiento de la masa salarial (ver Sección 4 y Gráfico 3.8). En particular, el nivel general de salarios aumentó en torno a 25% i.a. en el trimestre, mientras que la modificación implementada del impuesto a las ganancias resulta en un alza del ingreso disponible de los trabajadores en relación de dependencia y de los pasivos con menor salario desde septiembre. A su vez, se estableció un incremento del Salario Mínimo, Vital y Móvil a \$3.300 a partir de agosto (43,5% i.a.).

Por otro lado, volvieron a elevarse las transferencias gubernamentales focalizadas en los sectores de menores recursos. La Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH) y la asignación por Embarazo para Protección Social se incrementaron 35,3% en junio hasta \$460 mensuales, lo que resultó en una suba del 70,4% i.a. Las jubilaciones y pensiones, en el marco de la Ley de Movilidad Previsional, experimentaron una alza de 15,18% en marzo y de 14,4% en septiembre último (ver Sección 6).

Adicionalmente, el Consumo privado estuvo alentado por la continuidad de las promociones y planes de financiación instrumentados por las cadenas comerciales y las entidades financieras, y por las condiciones vigentes en los mercados de crédito. En este sentido, los préstamos al consumo exhibieron tasas de crecimiento elevadas en el trimestre, con una suba en torno al 30% i.a. de los préstamos personales y de aproximadamente 38% i.a. de la financiación con tarjeta de crédito (ver Sección 8).

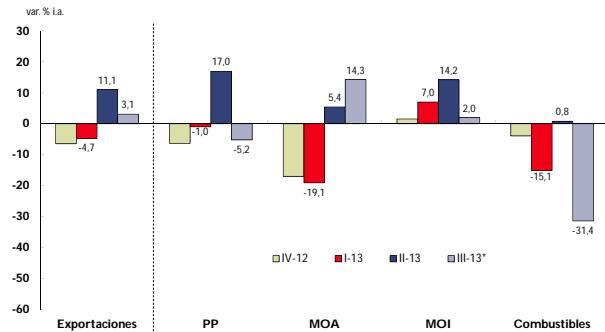
Para los próximos meses se espera que los aumentos de las transferencias gubernamentales, la menor carga impositiva sobre los salarios, la robustez del mercado laboral y la continuidad de las condiciones favorables de acceso al crédito para las familias permitan mantener el consumo en alza. A su vez, a estos factores se sumaría el nuevo incremento programado para el Salario Mínimo, Vital y Móvil desde enero de 2014 a \$3.600 (34,8% i.a.).

Exportaciones

Durante el transcurso del tercer trimestre de 2013—con datos a agosto— las cantidades exportadas exhibieron nuevamente un aumento en términos in-

Gráfico 3.9

Cantidades Exportadas por Grandes Rubros

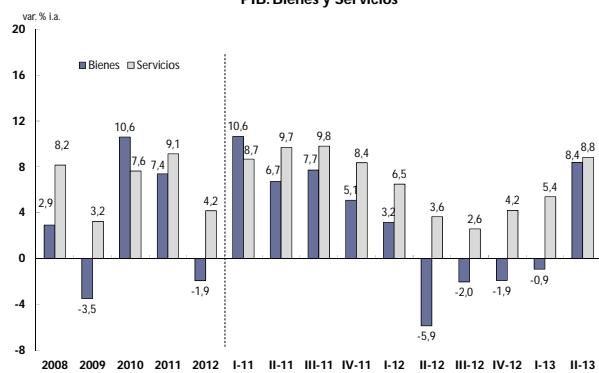


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

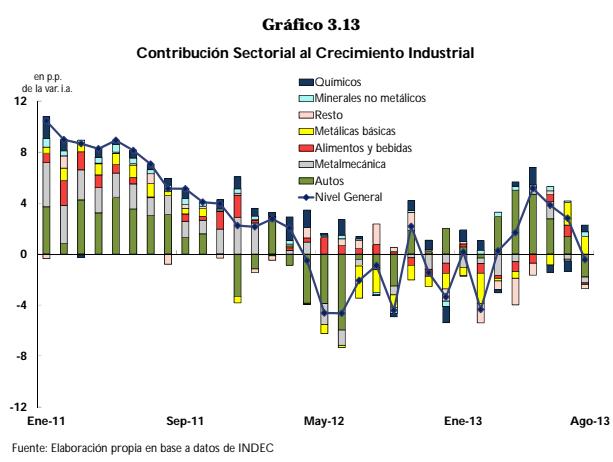
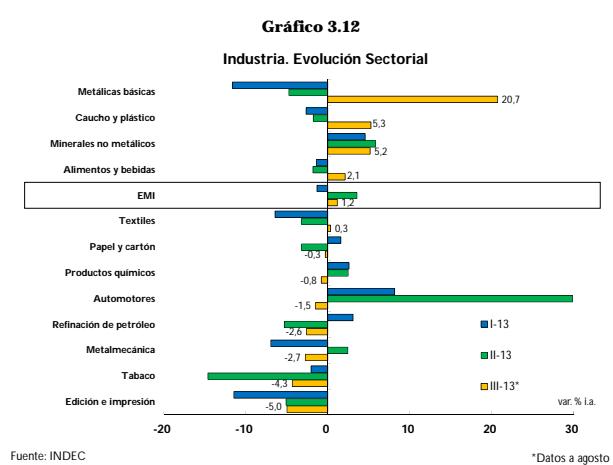
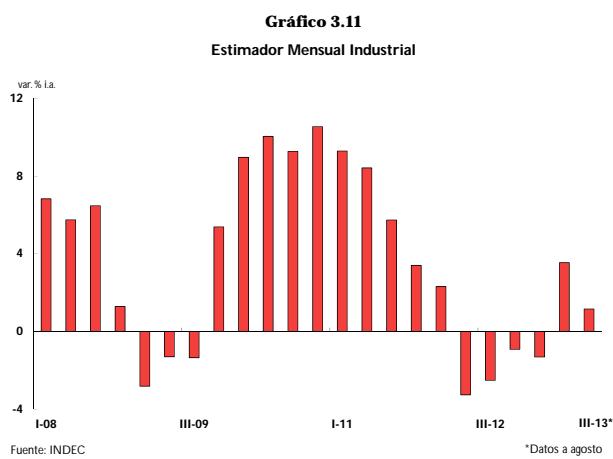
*Datos a agosto

Gráfico 3.10

PIB. Bienes y Servicios



Fuente: INDEC



teranuales³¹, aunque con menor impulso que en el trimestre previo (ver Sección 5).

A pesar de los niveles récord de cosecha del ciclo 2012/13, los envíos de Productos Primarios (PP) al exterior revirtieron el crecimiento registrado durante el segundo trimestre, y sufrieron una baja de 5,2% i.a. en el inicio del tercero (ver Gráfico 3.9). El comportamiento en el período respondió principalmente a los menores envíos de semillas y frutos oleaginosos, cereales, hortalizas y legumbres sin elaborar y frutas frescas. De manera contraria, las cantidades exportadas de Manufacturas de Origen Agropecuario se incrementaron en aproximadamente 14% i.a. (vs. 5,4% i.a. en el segundo trimestre), a partir del aumento de las exportaciones de pellets, grasas y aceites, carnes y frutas secas.

Por su parte, las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) desaceleraron su expansión, al crecer 2% i.a. Los envíos de material de transporte, básicamente ligados al desempeño económico de Brasil, aminoraron su crecimiento, al tiempo que el resto de las MOI sufrieron una caída, con una mayor merma en los productos químicos, las manufacturas de metal, los plásticos y las maquinarias y aparatos eléctricos.

Por último, las ventas externas de Combustibles se retrajeron 31,4% i.a. en lo transcurrido del tercer trimestre, luego de la recuperación transitoria exhibida en el segundo (0,8% i.a.).

3.2 Oferta

Por el lado de la oferta, la actividad económica creció en el tercer trimestre impulsada tanto por la producción de bienes como de servicios, al igual que en el período previo (ver Gráfico 3.10). Según los indicadores adelantados, se incrementó la actividad en la industria y en la construcción, al tiempo que también se observó un alza en el sector agropecuario. Los servicios contribuyeron nuevamente de manera significativa al avance de la economía.

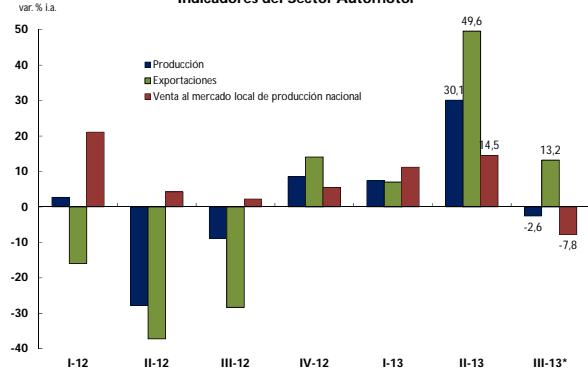
Industria

El sector manufacturero volvió a incrementarse durante el tercer trimestre del año, acompañando la dinámica del mercado local y el menor ritmo de cre-

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

Gráfico 3.14

Indicadores del Sector Automotor



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ADEFA

*Datos a agosto

cimiento de la demanda del resto del mundo. De acuerdo al Estimador Mensual Industrial (EMI) que mide el desempeño de los productos e insumos más representativos— la industria creció 1,2% i.a. entre julio y agosto de 2013, luego de incrementarse 3,6% en el segundo trimestre (ver Gráfico 3.11).

Al interior de la industria se observó un cambio en la dinámica de los distintos sectores en relación a los meses previos (ver Gráficos 3.12 y 3.13). Las industrias metálicas básicas contribuyeron de manera positiva a la actividad industrial —al exhibir un alza en el inicio del tercer trimestre del orden del 21% i.a.—, luego de cinco trimestres de caídas consecutivas. El aumento del rubro provino principalmente de la recuperación de la producción de acero crudo. La industria alimenticia también mostró una mejora en el período (2,1% i.a.). Los incrementos en la elaboración de bebidas y en la producción de carnes rojas y blancas compensaron la caída de la molienda de cereales y oleaginosas.

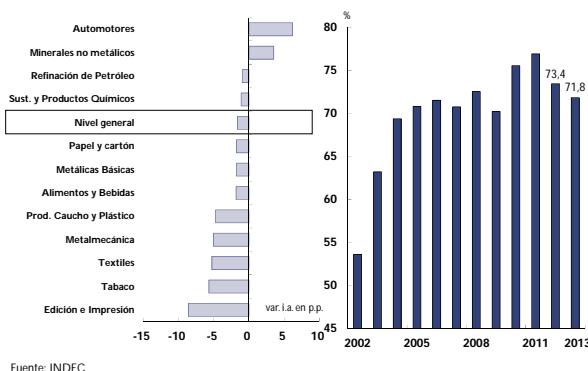
En tanto, permanecieron en alza los minerales no metálicos (5,2% i.a.), debido al aumento del cemento y del vidrio, ante el avance de la construcción.

El sector automotor revirtió su desempeño favorable de los últimos tres trimestres y redujo su producción en 1,5% i.a. entre julio y agosto. Este comportamiento respondió al desempeño de la comercialización de autos tanto en el exterior como en el mercado local. Según se desprende de los datos de la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA), las exportaciones de autos se desaceleraron a 13,2% i.a. en el período (vs. 49,6% i.a. en el anterior), con una moderación del incremento de las ventas externas a Brasil a 10% i.a. (tras crecer 63,2% i.a. entre abril y junio). En tanto, las ventas de autos de producción nacional al mercado interno, que impulsaron con fuerza el sector automotor durante la primera mitad del año (11,2% i.a. en el primer trimestre y 14,5% i.a. en el segundo), evidenciaron una reducción de 7,8% i.a. en el período julio-agosto (ver Gráfico 3.14).

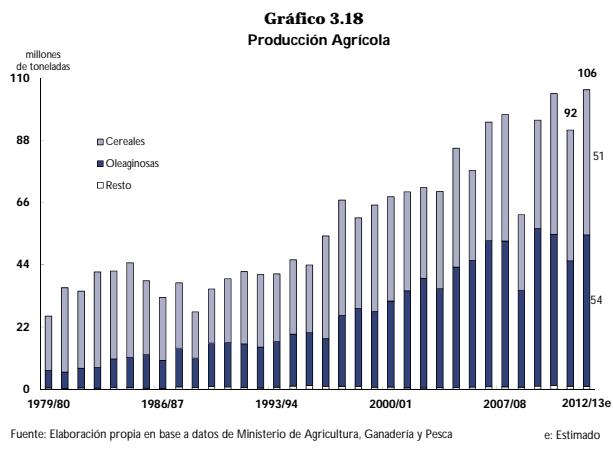
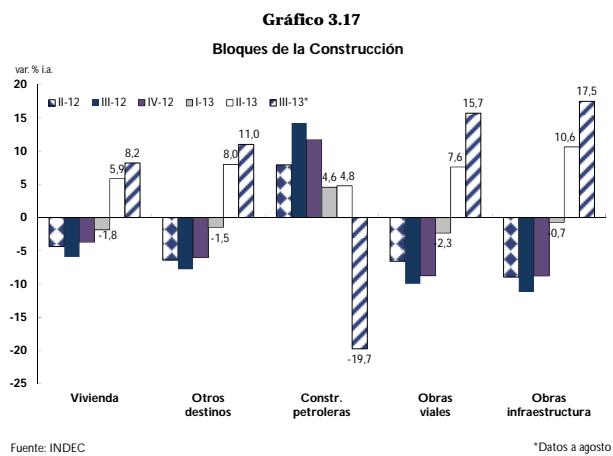
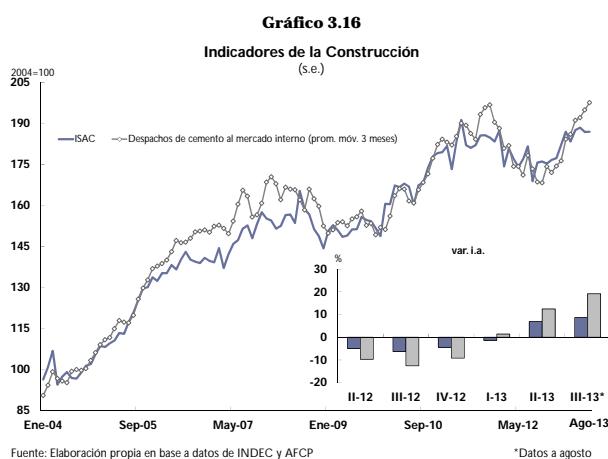
La producción de sustancias y productos químicos quebró su tendencia positiva y disminuyó 0,8% i.a. (vs. 2,5% i.a. entre abril y junio), con una merma de la mayoría de los subrubros que no alcanzó a ser compensada por el alza en la elaboración de agroquímicos. Asimismo, la industria metalmecánica se retrajo 2,7% i.a. en el inicio del tercer trimestre, luego de haber crecido en el segundo (2,5% i.a.).

Gráfico 3.15

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



Fuente: INDEC



Por otro lado, la refinación de petróleo volvió a exhibir una caída en el período, al igual que el sector de edición e impresión, papel y cartón y la producción de tabaco.

En este contexto la Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) en la industria en general, se ubicó en promedio en 72,1% en el inicio del tercer trimestre y en 71,8% en los primeros ocho meses de 2013 (ver Gráfico 3.15)

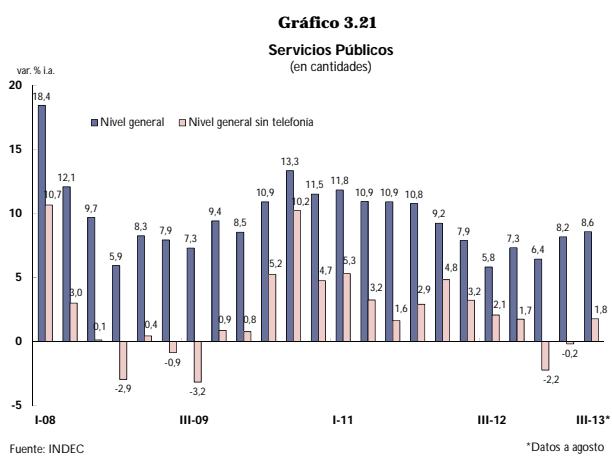
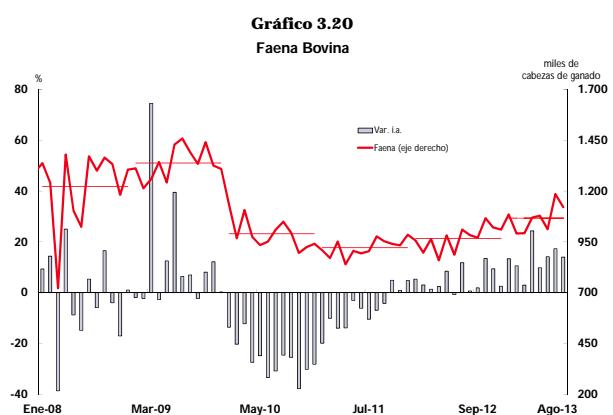
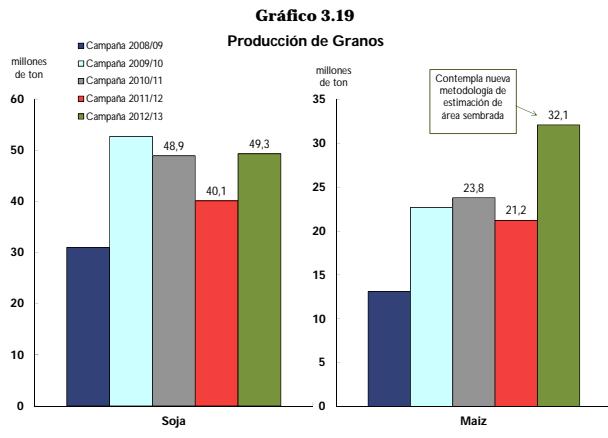
Construcción

En el tercer trimestre la construcción mostró un aumento en términos interanuales de su actividad —con datos a agosto—, continuando con el desempeño favorable del período previo. Según el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), el sector incrementó su actividad 8,6% i.a. (vs. +6,9% i.a. en el segundo trimestre) y acumuló un alza de 4,2% i.a. en el transcurso de 2013 (ver Gráfico 3.16). Los despachos de cemento al mercado interno, además de las ramas de la industria vinculadas a la construcción, dieron cuenta del crecimiento del sector, al expandirse entre julio y agosto en mayor cuantía que en los meses previos.

A excepción de las construcciones petroleras, el resto de los bloques que componen el indicador registraron en el trimestre un ritmo de aumento más elevado que en el anterior (ver Gráfico 3.17). Las obras vinculadas al sector público fueron las que se incrementaron en mayor cuantía, con un alza aproximada de 16% i.a. de las construcciones viales y de 17,5% i.a. de las de infraestructura.

Dentro de las construcciones privadas, la edificación de viviendas y aquellas con destino comercial e industrial evidenciaron una suba en torno al 8% i.a. y 11% i.a., respectivamente. En tanto, las construcciones petroleras disminuyeron aproximadamente 20% i.a. (vs. 4,8% i.a. en el segundo trimestre), debido en parte a una elevada base de comparación.

Para lo que resta del año, se prevé que el sector se mantenga en expansión. Como se mencionó previamente, seguirán teniendo un impacto positivo en la construcción la continuidad del PRO.CRE.AR. y la permanencia de las políticas de estímulo al crédito productivo implementadas por el BCRA.



Sector Agropecuario

El sector agropecuario habría crecido en el tercer trimestre de 2013 con respecto al mismo período de 2012, tanto por la evolución de la actividad agrícola como por la producción pecuaria.

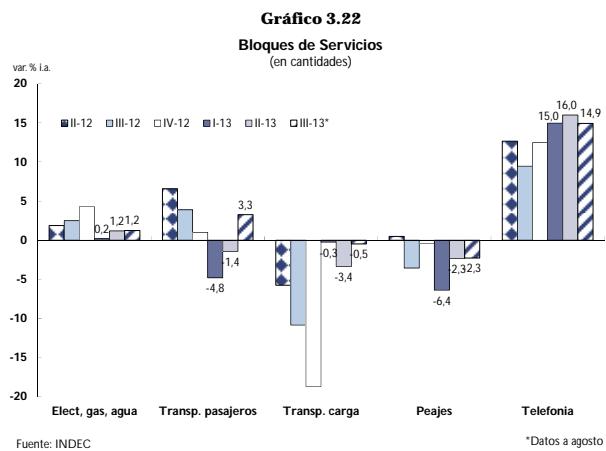
La expansión de la agricultura en el período estuvo vinculada a las tareas finales de recolección del grano grueso del ciclo 2012/13 y a las labores relacionadas a la siembra del ciclo 2013/14. En particular, de acuerdo a las últimas proyecciones del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca (MAGyP)³², la campaña que finaliza concluyó con una producción récord en torno a las 106 millones de toneladas, un 15,5% por encima de la obtenida en el ciclo previo (ver Gráfico 3.18). Este volumen fue resultado de un incremento en la producción de maíz a un máximo histórico de 32,1 millones de toneladas, producto de mayores rindes y de un aumento del área sembrada —capturada por una nueva metodología de estimación— a 6,1 millones de hectáreas³³. La cosecha de soja experimentó un alza del 22,9%, al alcanzar las 49,3 millones de toneladas, con un crecimiento del área sembrada a 20 millones de hectáreas y rindes superiores en aproximadamente 11% a los obtenidos en la campaña previa (ver Gráfico 3.19). En tanto, la producción de trigo experimentó una caída del 43,4%, a 8,2 millones de toneladas.

En cuanto al ciclo 2013/14, se avanzó con la siembra de grano fino. La implantación de trigo prácticamente finalizó en todas las zonas productoras, con un aumento del área a 3,4 millones de hectáreas (7,6%). Por su parte, la superficie sembrada con cebada cervecera se redujo a 1,4 millones de hectáreas (-22,7%), producto de los bajos rindes obtenidos en la campaña anterior, entre otros factores.

El sector pecuario incrementó su actividad en el tercer trimestre de 2013, con un aumento en la actividad ganadera y aviar. La faena bovina exhibió un alza en torno al 15,7% i.a., tras elevarse en magnitud semejante en el segundo (15,8% i.a. ver Gráfico 3.20). La faena de aves de corral también se elevó en el inicio del trimestre (julio), en torno al 5% i.a., mientras que la producción de leche permaneció en baja —según la información disponible del EMI cayó 4,2% i.a.—.

³² Informe Mensual del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca del 19 de septiembre de 2013.

³³ En el informe de Estimaciones Agrícolas Mensuales de julio, el MAGyP realizó una revisión al alza de la producción de maíz de 26,1 a 32,1 millones de toneladas. El ajuste provino principalmente del incremento en la estimación de la superficie implantada con el cereal, de 5 a 6,1 millones de hectáreas, producto de una modificación en la metodología de estimación. El nuevo procedimiento está basado en observaciones directas, a través del envío de un equipo de analistas del Ministerio de Agricultura a las distintas regiones agrícolas del país, y respaldado por imágenes satelitales.



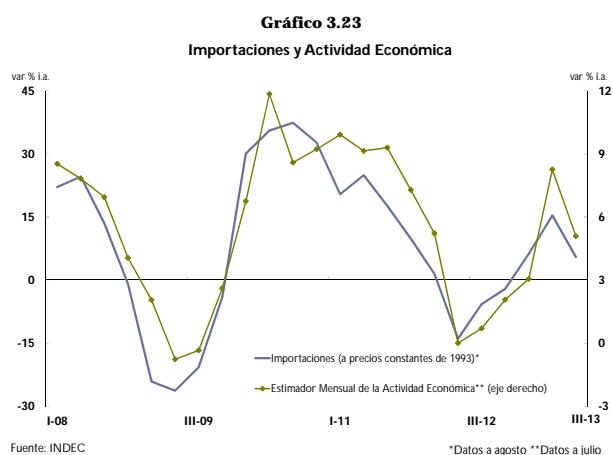
Servicios

De acuerdo a los indicadores parciales disponibles, los servicios exhibieron un fuerte avance y permanecieron impulsando de manera significativa a la economía en el tercer trimestre. En particular, el indicador de actividad del sector (Indicador Sintético de Servicios Públicos; ISSP) registró un alza de 8,6% i.a. —con datos a agosto—, tras elevarse 8,2% i.a. en el período previo (ver Gráfico 3.21).

La dinámica de la telefonía siguió contribuyendo con fuerza al crecimiento de los servicios (ver Gráfico 3.22). Las comunicaciones³⁴ mantuvieron un aumento en torno a 15% i.a., debido al incremento en el uso del celular, tanto por las llamadas realizadas como por el envío de mensajes de texto. Dentro de la telefonía fija las comunicaciones urbanas continuaron con su tendencia negativa, mientras que se elevaron las llamadas internacionales y las interurbanas.

El suministro de electricidad, gas y agua volvió a elevarse en el período (1,2% i.a.), a partir de los aumentos en la demanda de energía eléctrica y en la provisión de agua, que compensaron la caída en el consumo de gas natural. El transporte de pasajeros mostró una recuperación (3,3% i.a.), originada en la mayor cantidad de pasajeros que utilizaron el servicio de aeronavegación comercial, particularmente de cabotaje.

El transporte de cargas exhibió una merma de 0,5% i.a., a pesar del crecimiento de la actividad fabril. También disminuyó el tránsito de vehículos por rutas con peajes (-2,3% i.a.), debido principalmente a una baja del paso de automotores en rutas nacionales.



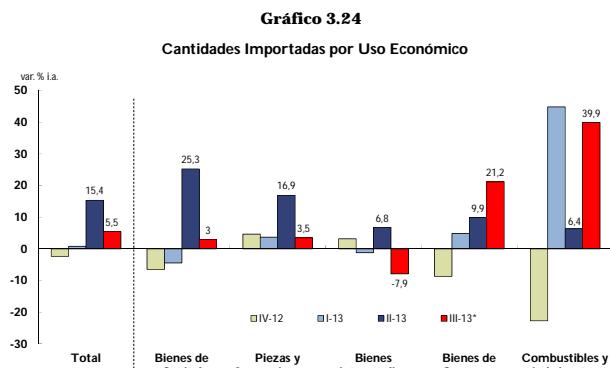
Importaciones

Las cantidades importadas continuaron creciendo en el tercer trimestre de 2013 —con datos a agosto— (5,5% i.a.)³⁵, acompañando el aumento de la actividad (ver Gráfico 3.23). La suba fue generalizada a los diversos usos económicos, con la excepción de los Bienes Intermedios.

Por su parte las empresas volvieron a elevar sus compras al exterior de maquinarias y equipos. Así, las importaciones de Bienes de Capital registraron

³⁴ La dinámica al interior de la telefonía respondería a una mayor incorporación de tecnología en el sector, en el que la cantidad de teléfonos móviles, de aproximadamente 59,8 millones, supera a la población nacional.

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



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

*Datos a agosto

una suba en torno al 3% i.a., con un alza acumulada en el año cercana al 13% i.a., mientras que las importaciones de Piezas y Accesorios para bienes de capital aumentaron en una magnitud semejante en el período julio-agosto (ver Gráfico 3.24).

La adquisición de Bienes de Consumo aceleró su ritmo de expansión en el comienzo del tercer trimestre (21,2% i.a. vs 9,9% i.a. en el segundo), ante el sostenido aumento del gasto de las familias.

Las importaciones de Combustibles y Energía se elevaron a un mayor ritmo que el evidenciado en el trimestre previo (39,9% i.a. vs. 6,4% i.a.). En tanto, la adquisición de Bienes Intermedios se retrajo aproximadamente 8% i.a. en el tercer trimestre, luego de evidenciar un aumento en el período anterior (6,8% i.a.).

4 Condiciones Socio-económicas

El mercado laboral continuó generando empleos en el segundo trimestre del año, lo que permitió absorber el incremento de la fuerza laboral en el período. De esta manera, la Tasa de desocupación se ubicó en 7,2% de la Población Económicamente Activa (PEA) y se mantuvo sin cambios respecto al segundo trimestre de 2012.

La expansión de la PEA, de 1,4% interanual (i.a.), fue superior al crecimiento poblacional por lo que la Tasa de actividad alcanzó a 46,4% (+0,2 puntos porcentuales —p.p.— i.a.). Por su parte, la Tasa de empleo se incrementó a 43,1% (+0,3 p.p. i.a.) —niveles próximos a los máximos históricos— producto de un ritmo de generación de empleo superior al evidenciado en igual lapso de 2012 y en el trimestre previo (1,4% i.a. vs. 0,1% i.a. y 0,8% i.a., respectivamente).

En cuanto a la calidad del empleo, la generación de puestos de trabajo durante el segundo trimestre del año fue mayoritariamente a tiempo completo, aunque también se incrementó el empleo a tiempo parcial. La Tasa de subocupación se elevó a 9,7% de la PEA, como resultado del alza en la no demandante de modo que la Tasa de desempleo abierto (compuesta por desocupados y subocupados que buscan activamente empleo) se mantuvo sin cambios en términos interanuales en 13,9% de la PEA. Por su parte, los últimos datos disponibles señalaron que la Tasa de informalidad permaneció sin modificaciones en relación a igual período de 2012, al representar al 34,5% de los asalariados.

Los salarios registraron en el tercer trimestre un ritmo de crecimiento similar al observado en el primer semestre de 2013, estimándose que mantengan ese dinamismo en lo que resta del año. Así, se prevé un incremento de las remuneraciones en 2013 semejante al evidenciado durante 2012. La distribución del ingreso continuó mejorando a partir de la solidez del mercado de trabajo y de la permanencia de las políticas de transferencias hacia los sectores de menores recursos. A la suba dispuesta por el gobierno nacional de la Asignación Universal por Hijo y la asignación por Embarazo para Protección Social del 35,3% en junio hasta \$460 mensuales, se adicionó el incremento de las jubilaciones y pensiones de 14,4% en septiembre último. También mejoraron los recursos de las familias el aumento del Salario Mínimo, Vital y Móvil hasta \$3.300 desde agosto y la modificación del impuesto a las Ganancias, que resultó en una suba del ingreso disponible desde septiembre de 2013 para los pasivos y los trabajadores en relación de dependencia con menores salarios.

Según las encuestas del mercado sobre expectativas de empleo, durante el tercer trimestre la demanda de nuevas posiciones laborales habría permanecido en alza, acompañando la dinámica de la actividad económica.

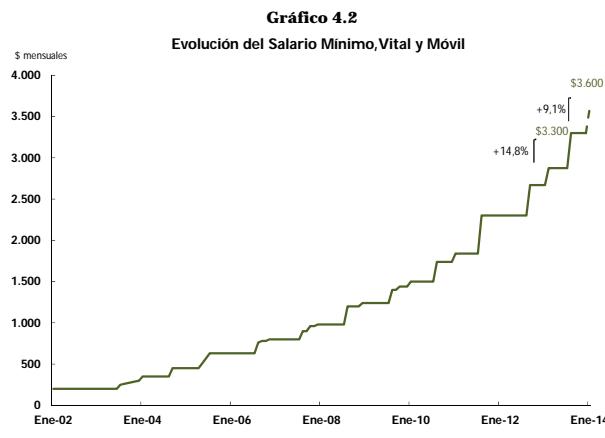
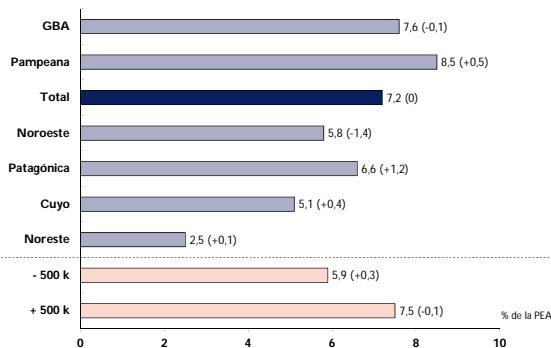


Gráfico 4.3
Tasa de Desocupación por Regiones. Segundo trimestre de 2013*



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

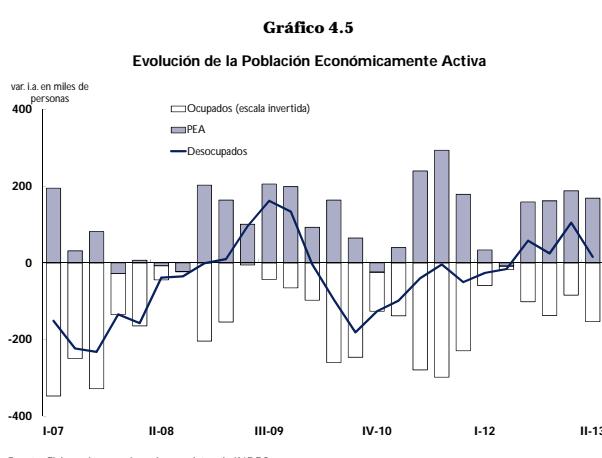
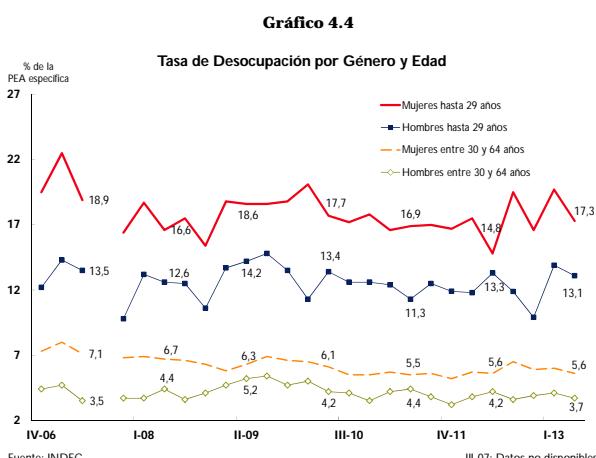
4.1 Principales Indicadores del Mercado Laboral

De acuerdo a la última información disponible de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), que releva los 31 aglomerados urbanos, la Tasa de desocupación en el segundo trimestre de 2013 se ubicó en 7,2% de la Población Económicamente Activa (PEA), permaneciendo sin cambios en relación a la tasa observada en igual período del año pasado (ver Gráfico 4.1).

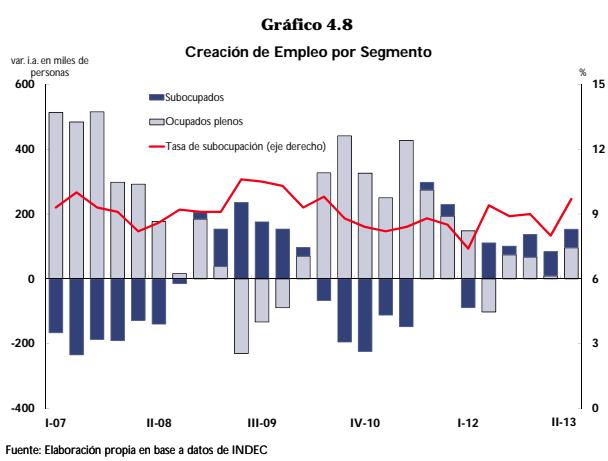
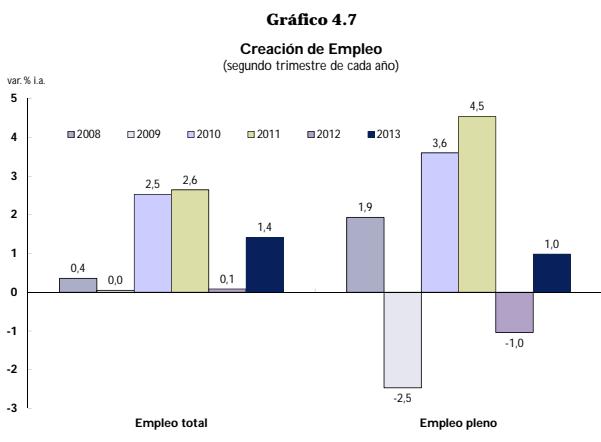
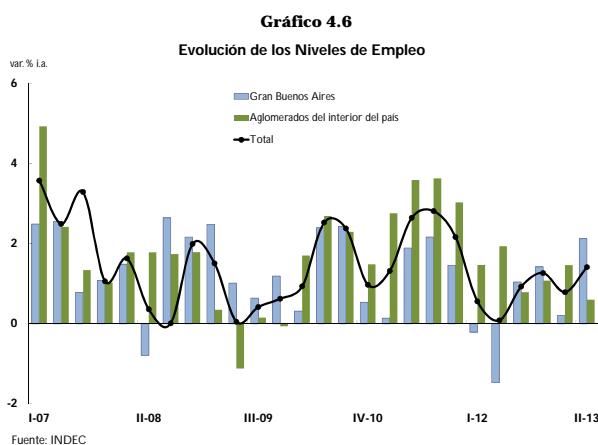
A nivel regional se observó un comportamiento heterogéneo en la Tasa de desempleo. Mientras que en el Gran Buenos Aires (GBA) la desocupación se redujo en 0,1 puntos porcentuales (p.p.) en relación al segundo trimestre de 2012 a 7,6%, en los Aglomerados del Interior del País (AIP) exhibió un alza de 0,1 p.p. interanual (i.a.) a 6,8%. Dentro de las regiones del interior del país, la Tasa de desocupación se incrementó en la Patagonia (+1,2 p.p. i.a.), en la región Pampeana (+0,5 p.p. i.a.), en Cuyo (+0,4 p.p. i.a.) y en el Noreste (+0,1 p.p. i.a.). En tanto, se registró una disminución en la región Noroeste (-1,4 p.p. i.a.; ver Gráfico 4.3)

Considerando a la población por tramos de edad, las tasas de desocupación más elevadas siguieron registrándose entre los jóvenes —personas de hasta 29 años de edad— y, en particular dentro de ellos, en las mujeres: 17,3% en mujeres y 13,1% en hombres. Así es que se observó una dinámica diferenciada por género. En el segundo trimestre de 2013 la Tasa de desempleo de los hombres se redujo para todos los grupos etarios, siendo la merma de 0,2 p.p. i.a. para los jóvenes y de 0,5 p.p. para los adultos. En tanto el desempleo en relación a la PEA aumentó 2,5 p.p. i.a. para las mujeres jóvenes y se mantuvo sin cambios interanuales para las de mayor edad en igual período (ver Gráfico 4.4). En tanto, la desocupación de los jefes de familia se ubicó en 3,8% de la PEA, permaneciendo inalterada en relación al segundo trimestre de 2012.

Dado que el ritmo de aumento de la ocupación en el trimestre fue superior al crecimiento poblacional, la Tasa de empleo³⁶ se incrementó a 43,1% (+0,3 p.p. i.a.; ver Gráfico 4.5), alcanzando un guarismo próximo al máximo histórico. El nivel de ocupación en los 31 aglomerados relevados por la EPH totalizó 10,98 millones de personas, lo que implicó un alza de 1,4% en el número de personas ocupadas en rela-



³⁶ Cociente entre la población ocupada y la población total.



ción al segundo trimestre de 2012. De este modo, se incrementó el ritmo de creación de empleo en relación al segundo trimestre del año pasado y al período previo (0,1% i.a. y 0,8% i.a., respectivamente). La mayor suba se observó en el GBA, donde alcanzó a 2,1% i.a., mientras que en el interior del país fue de 0,6% i.a. (ver Gráfico 4.6).

En cuanto a la calidad del empleo, la generación de puestos de trabajo durante el segundo trimestre del año fue mayoritariamente a tiempo completo y en menor medida a tiempo parcial. De los 153 mil empleos originados entre el segundo trimestre de 2012 y el mismo período de 2013, 96 mil fueron empleos plenos y 57 mil fueron subempleos. Esto permitió que el nivel de empleo de tiempo completo se expandiera 1% i.a., al tiempo que el número de subocupados creció 5,2% i.a., desacelerándose en relación a los dos trimestres previos (ver Gráficos 4.7 y 4.8).

Como resultado, la Tasa de subocupación se ubicó en 9,7% de la PEA —0,3 p.p. por encima del segundo trimestre de 2012—, producto de un alza en la Tasa de subocupación no demandante³⁷, mientras que la Tasa de subocupación demandante³⁸ se mantuvo sin cambios en 6,7% (ver Gráfico 4.9). De esta manera, en el segundo trimestre de 2013 la Tasa de desocupación abierta (desocupados + subocupados demandantes) se ubicó en 13,9% de la PEA y no registró modificaciones en relación a la de igual período de 2012.

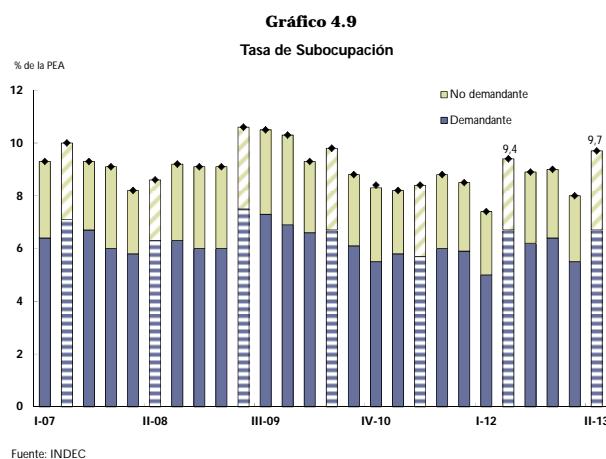
Los datos del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) exhibieron un incremento del empleo formal o registrado de 0,8% i.a. en el segundo trimestre del año, ritmo semejante al registrado en los dos períodos previos.

En el sector privado la cantidad de trabajadores formales se elevó 0,7% i.a. en el segundo trimestre de 2013. Esta dinámica respondió a la suba en los puestos de trabajo tanto en los sectores de servicios como en las ramas productoras de bienes (0,8% i.a. y 0,4% i.a.; respectivamente —ver Gráfico 4.10).

Los principales responsables de la creación de empleos registrado dentro de los servicios fueron la Enseñanza, con un alza del personal en el sector del 2,8% i.a., los Servicios sociales y de salud (3,2% i.a.), el Transporte y las comunicaciones (0,7% i.a.) y el Comercio (0,2% i.a.). El resto de los sectores, a excepción del Servicio doméstico, también contribuyó

³⁷ Cociente entre el número de subocupados que no busca empleo y la PEA

³⁸ Cociente entre el número de subocupados que busca activamente empleo y la PEA.



a la generación de empleo formal, siendo las mayores alzas en la Intermediación financiera (1,1% i.a.) y en los Hoteles y restaurantes (+0,5% i.a.).

Entre las ramas productoras de bienes, el incremento de los puestos de trabajo registrado obedeció al alza en el Agro (2,6% i.a.), en la Industria (0,6% i.a.), en Electricidad, gas y agua (3,4% i.a.) y en Explotación de minas y canteras (2,2% i.a.). En tanto, el empleo formal en la Construcción volvió a exhibir una caída interanual en el trimestre (-2,5% i.a.; ver Gráfico 4.11).

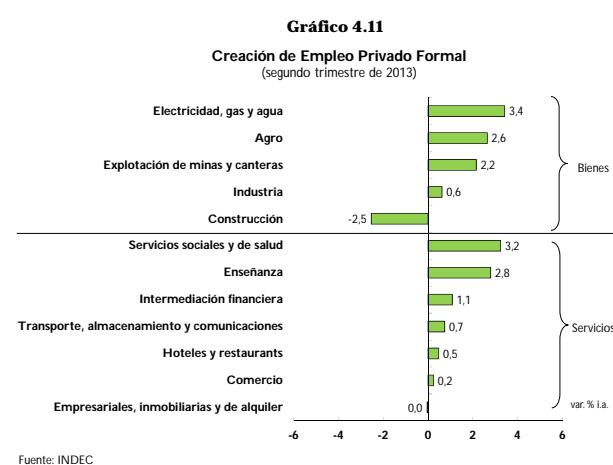
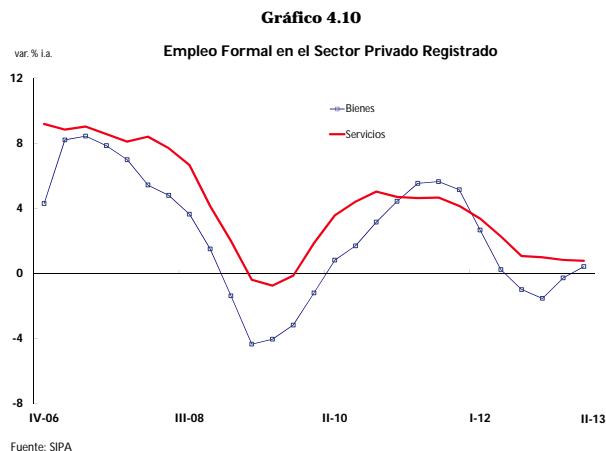
En lo que respecta al sector público, la dotación de personal se incrementó 1,2% i.a. durante el segundo trimestre.

En línea con el crecimiento del empleo formal, el número de asalariados sin descuentos jubilatorios volvió a situarse en niveles reducidos en términos históricos. En particular, la Tasa de informalidad de la economía se mantuvo en los mismos niveles que en el segundo trimestre de 2012, al representar al 34,5% de los asalariados entre los meses de abril y de junio de 2013 (ver Gráfico 4.12).

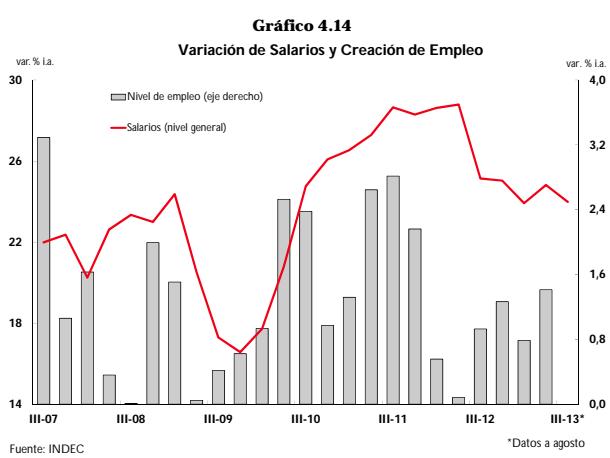
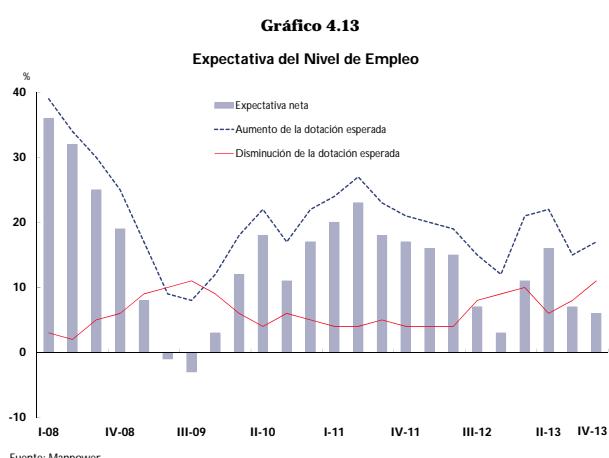
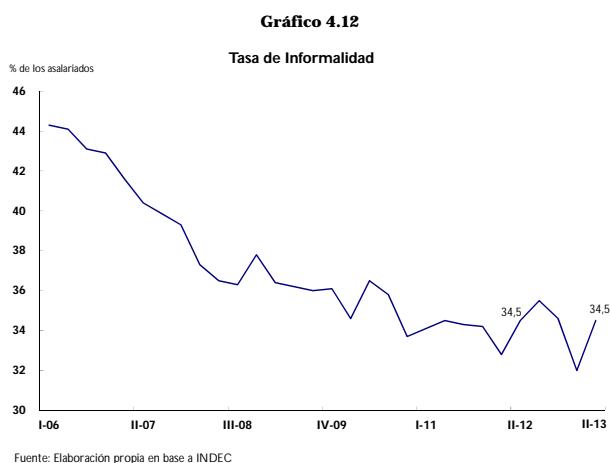
Durante el tercer trimestre de 2013 la demanda de nuevas posiciones laborales habría vuelto a crecer, escenario que también se espera para los últimos tres meses del año. De acuerdo a la encuesta realizada a empleadores sobre la evolución de la dotación de personal³⁹, las expectativas de empleo evidenciaron un alza en ambos períodos. La previsión neta —que sustrae al porcentaje de encuestados que espera un aumento en las contrataciones el porcentaje que prevé disminuciones— se ubicó en 7% en el tercer trimestre y en 6% en el cuarto (ver Gráfico 4.13). A nivel sectorial, para los últimos meses de 2013, los empresarios de la Construcción, la Minería y de las Finanzas, Seguros y Bienes raíces se ubican entre los que presentan expectativas más optimistas, al igual que los de las Manufacturas. Las previsiones de los empresarios del Comercio mayorista y minorista son menos auspiciosas, al tiempo que son negativas las expectativas de los entrevistados del Sector Transporte y de la Agricultura y la pesca.

4.2 Ingresos

Los ingresos de las familias siguieron en alza durante el tercer trimestre del año, dadas las mejoras en el



³⁹ Manpower: Encuestas de Expectativas de Empleo realizadas en mayo y en septiembre de 2013 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 durante los respectivos períodos en curso.



mercado de trabajo —que contemplan un incremento en la calidad del empleo y una mayor formalización laboral— y el impacto de las políticas públicas destinadas a los hogares de menores recursos.

En lo que respecta a las remuneraciones, el nivel general de salarios de la economía creció en el tercer trimestre a una tasa semejante a la del primer semestre de 2013. Para los próximos meses se espera que se mantenga el ritmo de suba interanual actual, dado que los acuerdos salariales alcanzados fueron similares a los de 2012.

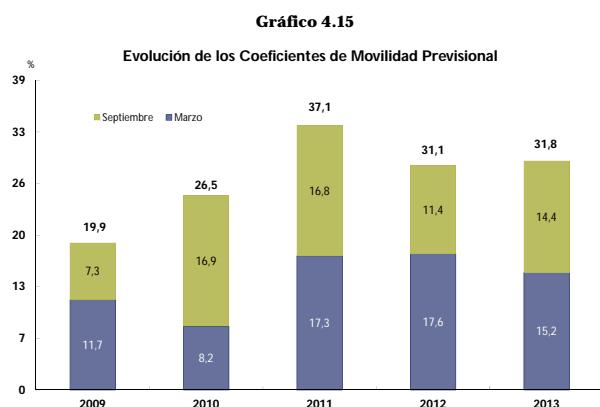
En ese sentido, tras el aumento durante el primer semestre de 2013 de 24,4% i.a., el índice de Salarios del INDEC registró un alza del orden del 24% i.a. en el tercer trimestre (ver Gráfico 4.14). Si bien el sector privado fue el que evidenció nuevamente el mayor incremento salarial interanual, las remuneraciones del sector público ganaron dinamismo en el corriente año y acumularon hasta agosto un alza de 15,2% desde diciembre de 2012 (vs. 14,9% en el sector privado).

En lo que respecta a las políticas de transferencias de ingresos a los sectores de menores recursos, la Asignación Universal por Hijo y la asignación por Embarazo para Protección Social se elevaron 35,3% en junio hasta \$460 mensuales, lo que implicó un alza interanual de 70,4%. En tanto, producto de la Ley de Movilidad Previsional, las jubilaciones y pensiones se incrementaron 15,18% en marzo y 14,4% en septiembre, en un marco en que la cobertura previsional se ubicó por encima de 94%⁴⁰ (ver Gráfico 4.15 y Sección 6). Por otro lado, se fijaron nuevos aumentos del Salario Mínimo, Vital y Móvil —tras el incremento en febrero a \$2875 (25% i.a.)—, hasta alcanzar \$3.300 a partir del primero de agosto del corriente año (43,5% i.a.) y \$3.600 desde el primero de enero de 2014 (34,8% i.a.).

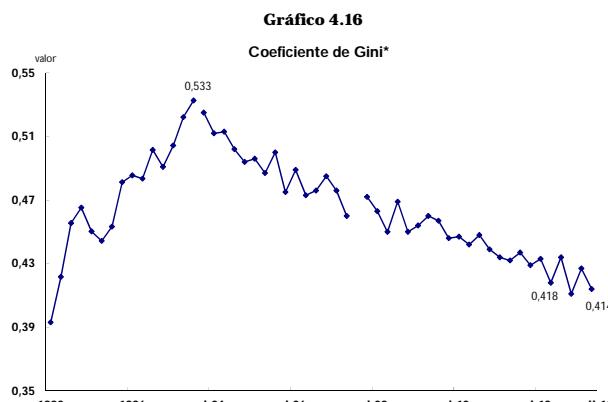
La modificación reciente del Impuesto a las Ganancias también favorecerá al poder adquisitivo de trabajadores en relación de dependencia y de sus familias, así como de trabajadores pasivos. De acuerdo a la normativa⁴¹, a partir de septiembre, los trabajadores cuyo mayor sueldo bruto mensual devengado entre los meses de enero a agosto de 2013 no supere la suma de \$15.000 estarán exentos del pago del tributo, mientras que tendrán un aumento del 20% del mínimo no imponible, de las deducciones por cargas familiares y de las deducciones es-

⁴⁰ Datos a fines de 2012.

⁴¹ Ley 26893.

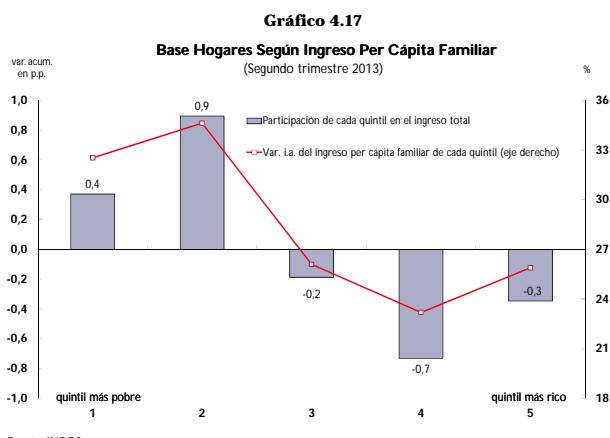


Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, ANSeS y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas



*Indicador de desigualdad que toma valores entre 0 (situación de perfecta igualdad) y 1 (total desigualdad)

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



Fuente: INDEC

peciales, aquellos cuyo sueldo mencionado se ubique entre \$15.001 y \$25.000. De este modo, casi el 90% de los trabajadores en relación de dependencia (unos 8,4 millones de empleados) no quedarán alcanzados por este impuesto, mientras que sólo el 0,7% de los jubilados, cerca de 40 mil personas, deben tributarlo.

Como resultado del desempeño del mercado de trabajo y de las políticas de ingresos, siguieron observándose mejoras en los indicadores que miden la distribución del ingreso. El coeficiente de Gini⁴², elaborado por el INDEC, continuó en la senda descendente y se situó en 0,414 en el segundo trimestre de 2013, tras ubicarse en 0,418 en igual período del año anterior (-1% i.a.; ver Gráfico 4.16). Esta dinámica obedeció a un aumento en la participación de los quintiles más bajos en el ingreso total. En particular, los ingresos de los dos quintiles más bajos de la población crecieron 32,5% i.a. y 34,6% i.a., respectivamente, incrementando su participación en el ingreso total en 0,4 p.p. i.a. y 0,9 p.p. i.a., en uno y otro caso. En tanto, los ingresos de los quintiles superiores se elevaron en menor cuantía, reduciendo su participación en el ingreso total (ver Gráfico 4.17). Esta dinámica permitió consolidar el crecimiento de la clase media argentina observado en los últimos diez años (ver Apartado 3).

⁴² 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 la unidad al incrementarse la desigualdad de la distribución.

Apartado 3 / Expansión y caracterización de la clase media en la última década

El mundo ha experimentado profundas transformaciones sociales en los últimos diez años, expresadas en modificaciones del tamaño y configuración de las clases medias en los países en desarrollo, entre otros aspectos. Si bien no hay una definición unívoca de “clase media”, el avance de este estrato social resulta muy relevante no sólo en términos culturales y sociales, sino también económicos, ya que implica cambios estructurales en los patrones de consumo y de ahorro y, consecuentemente, en la inversión.

La significativa expansión del mundo en desarrollo evidenciada desde 2003 —que convirtió a las economías emergentes en el principal motor del crecimiento económico mundial— fue determinante en la movilidad social observada en la última década. En efecto, el PIB per cápita de los países emergentes se incrementó entre 2003 y 2012 un 7,4% en promedio anual, más que duplicando la suba observada entre los avanzados (ver Gráfico 1).



En un contexto con niveles récord en el volumen de comercio, surgieron países con una enorme capacidad productiva de bienes manufacturados a precios relativamente bajos que se convirtieron al mismo tiempo en grandes demandantes de los productos de exportación de los países emergentes, lo que produjo un incremento importante en las cotizaciones de los *commodities*. A su vez, con mercados internos más robustos, las conexiones comerciales crecientes se han afianzado más rápidamente de manera “horizontal” (comercio sur-sur), con una concentración en el flujo comercial, según las Naciones Unidas, equivalente al 56% del PIB global, más de dos veces el ratio registrado un siglo atrás⁴³.

⁴³ Fuente: Informe sobre Desarrollo Humano 2013 (Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo)

De acuerdo a la misma fuente, estos nuevos patrones de crecimiento resultaron claves para impulsar la movilidad social ascendente en el hemisferio sur, donde los estratos medios crecieron rápidamente hasta representar el 58% de la clase media mundial en 2010. En particular, en Asia-Pacífico y América latina la clase media explica cerca del 40% de la clase media global.

Entre los llamados BRIC (Brasil, Rusia, India y China), los segmentos medios adquirieron una gran relevancia en los últimos 10 años, involucrando a más de 220 millones de personas. China fue el país que más contribuyó a la suba de la clase media a nivel global, a partir de un extraordinario aumento —cercano al 800%— de dicho estrato en la última década. Sin embargo, en ese país los segmentos medios todavía representan tan sólo 6% de la población, por lo cual persiste un elevado potencial de crecimiento. Algo similar ocurre con India. En Brasil, a comienzos de los ‘80s la clase media equivalía al 15% de la población y actualmente representa cerca de la tercera parte, es decir más de 60 millones de personas. En tanto en Rusia la clase media equivale a más de la mitad de la población.

En América latina, las políticas económicas implementadas priorizaron, con diferentes intensidades, el fortalecimiento del mercado interno a partir de la generación de más y mejor empleo. Ello, conjuntamente con las acciones gubernamentales tendientes a desarrollar pisos de protección social en el marco de un crecimiento económico sostenido, tuvo un papel central en el proceso de expansión de la capacidad de gasto de las familias de la clase media. Así, estas políticas demostraron ser una estrategia eficiente para reducir la desigualdad en la distribución del ingreso y también para potenciar los ciclos de auge⁴⁴.

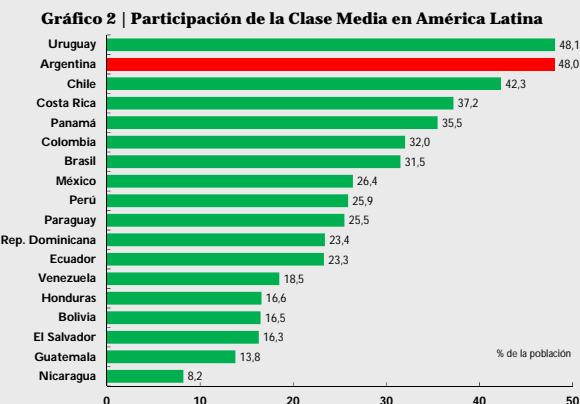
Algunos cambios demográficos acontecidos durante la última década también contribuyeron al fortalecimiento de la capacidad de compra de los estratos medios en esta región: la menor Tasa de fecundidad y la reducción de la dependencia⁴⁵ permitió que se acrecentara la participación laboral de las mujeres, aumentando la cantidad de perceptores de ingreso

⁴⁴En su publicación *Piso de Protección Social para una globalización equitativa e inclusiva* (2011) la OIT destaca las experiencias exitosas de Argentina y de Brasil. Para mayor información ver Apartado 3 del Informe Macroeconómico y de Política Monetaria de julio de 2013.

⁴⁵La dependencia expresa el número de personas inactivas en relación a las personas activas dentro de un hogar.

por hogar. Se han incrementado las oportunidades de acceso a niveles más altos de educación, aunque se aprecia una mayor homogeneización entre segmentos medios y bajos. Es decir, ha aumentado el número de integrantes del estrato bajo con mayor nivel educacional, así como también se observa que amplios grupos del segmento medio-bajo cuentan con educación secundaria completa.

En América latina la población de clase media se expandió un 50% entre 2003 y 2009 hasta alcanzar a 152 millones de personas. El tamaño de la clase media argentina se destaca entre los países latinoamericanos, concentrando, según el Banco Mundial, el 48% de la población —compartiendo el máximo de la región junto con Uruguay (ver Gráfico 2)—. Entre los países que mayor movilidad registraron en esta región se encuentran Brasil, Chile, Colombia y Costa Rica⁴⁶.



En el caso particular de la Argentina, el mercado laboral se robusteció a partir de 2003 y cambió la fisonomía de la población ocupada, observándose notorios avances en el nivel y la calidad del empleo. Además, el fortalecimiento de los sindicatos permitió mejorar la posición relativa de los asalariados en la estructura social. Esto en el marco de un fuerte crecimiento económico acumulado desde 2003, acompañado de políticas de estímulo a la demanda, tales como el otorgamiento de subsidios y transferencias dirigidas especialmente a los sectores de menores recursos.

La Tasa de desempleo entre la población total urbana se redujo 13,7 puntos porcentuales (p.p.) desde 2003, la informalidad se ubica entre los mínimos niveles de la serie comparable en términos históricos, representando en promedio anual el 34,2% de los asalariados totales, 15 p.p. menos que en 2003.

⁴⁶Francisco H. G. Ferreira, Julian Messina, Jamele Rigolini, Luis-Felipe López-Calva, María Ana Lugo, y Renos Vakis (Banco Mundial, 2012). *La movilidad económica y el crecimiento de la clase media en América Latina* (Washington).

Asimismo, más del 90% de los empleados⁴⁷ cuenta con un empleo pleno o de tiempo completo, en tanto que en 2003 el empleo pleno representó el 79% del empleo total.

Mirando al interior de la masa de ocupados formales o registrados, aquellos con mayor calificación crecieron a una tasa superior a la media. Por ejemplo, considerando el nivel educativo, los empleados con título terciario/universitario completo se expandieron un 50,8% entre 2004 y 2012. Así, entre los ocupados urbanos se observó una considerable movilidad ascendente: las categorías medias ampliaron sus fronteras en la estratificación social y pasaron de representar el 41,7% de la población ocupada en 2003 al 46,9% en 2012⁴⁸, indicando un ascenso de los estratos más rezagados (ver Cuadro 1).

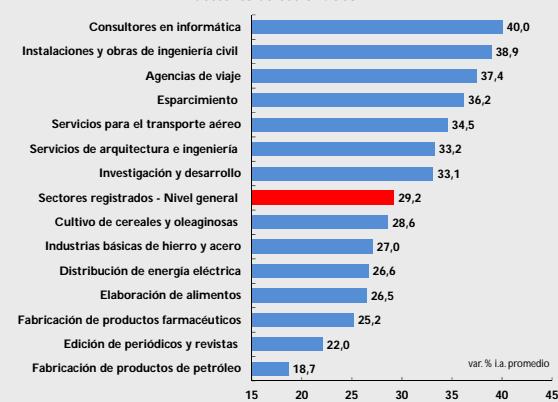
Cuadro 1 | Población Ocupada según Clase y Grupo Ocupacional

Clase Media	En % de la población urbana	
	IV-03	IV-12
Empresarios pequeños (de 6 a 40 empleados)	0,9	1,0
Directivos de PyME	0,3	0,4
Micro-empresarios (1 a 5 empleados)	2,9	3,3
Funcionarios y directivos de nivel medio	0,3	0,3
Cuentapropistas con equipo propio	8,0	10,0
Técnicos, docentes y trabajadores de la salud	12,7	12,4
Empleados administrativos de rutina	12,8	14,7
Otros profesionales autónomos y asalariados	3,7	4,8

Fuente: Elaboración propia en base a microdatos de la EPH del INDEC

Por su parte, la masa salarial, que contempla tanto el avance del empleo como la recomposición de los salarios, se expandió a un ritmo anual del 29,2% entre 2003 y 2012 para el total de los ocupados registrados, siendo muy superior el aumento observado en varios sectores con elevado grado de calificación (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | Suba Anual de la Masa Salarial Registrada 2003-2012
Sectores Seleccionados



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

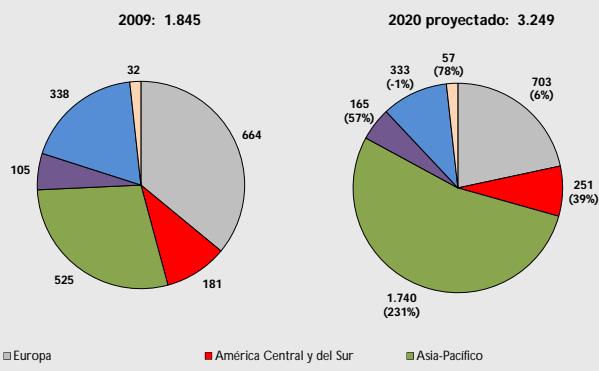
⁴⁷En los 31 aglomerados urbanos relevados por el Encuesta Permanente de Hogares (EPH) del INDEC.

⁴⁸Se replicó el criterio de estratificación por posición de clase y grupo socio-ocupacional de Héctor Palomino y Pablo Dalle (Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, Revista de Trabajo N° 10, julio/diciembre de 2012), *El impacto de los cambios ocupacionales en la estructura social de la Argentina: 2003-2011*.

La gran recomposición de los ingresos del segmento medio en la Argentina contribuyó al notorio aumento de ciertos consumos, generando un círculo virtuoso con la producción de bienes y servicios típicos de estos estratos como los productos electrónicos, los celulares, las telecomunicaciones, los automóviles, los servicios de turismo, informáticos y de esparcimiento⁴⁹.

Según el Informe de Desarrollo Humano 2013, en las próximas dos décadas continuarán las tendencias descriptas, previéndose que la población mundial del segmento medio alcance a 3.249 millones en 2020, al incorporarse 1.404 millones de personas desde 2009 (+76,1%; ver Gráfico 4). China e India serían responsables del 90% de este incremento. En tanto, para el año 2030 se espera que más del 80% de la clase media del mundo viva en el hemisferio sur y contabilice en torno al 70% del gasto global en consumo.

Gráfico 4 | Clase Media Mundial
En millones de personas. Entre paréntesis: variación respecto de 2009



Fuente: Elaboración propia en base a PNUD

En el mediano plazo, el crecimiento previsto de las clases medias, especialmente en China, se presenta como un gran desafío a nivel global. Dentro del gigante asiático, el reto será traducir la movilidad social en mayor consumo interno, lo cual potenciaría el aumento de los volúmenes de comercio mundial y colaboraría en la reducción de los desequilibrios globales. Para el resto del mundo, el desafío consistirá en capturar el nuevo patrón de consumo: una demanda creciente por bienes y servicios cada vez más sofisticados y de mayor calidad.

⁴⁹Entre 2003 y 2012, la facturación por ventas de electrónicos, CD, electrodomésticos y computación en shoppings subió al 37% anual y al 32% anual en supermercados. El número de teléfonos celulares en servicio creció una tasa promedio de 27% anual. Los accesos a Internet en las empresas crecieron a un ritmo promedio anual de 43% y al 31% en los hogares.

5 Sector Externo

Las exportaciones de bienes acumularon un crecimiento de 4,0 % interanual en los primeros 8 meses del año, respondiendo mayormente a las ventas externas de Productos primarios y de Material de transporte. En lo que va del tercer trimestre se observó una desaceleración del crecimiento de las exportaciones, en línea con la trayectoria de los flujos de comercio en las economías emergentes. El menor crecimiento se explicó por el desempeño de las ventas agrícolas y de productos industriales —en este último caso debido a la pérdida de dinamismo de las exportaciones del sector automotriz con destino a Brasil—, contrarrestado parcialmente por el repunte en los envíos del complejo sojero.

Las importaciones crecieron a una tasa mayor que las exportaciones entre enero y agosto de 2013, por el efecto de las mayores cantidades comercializadas, teniendo en cuenta la baja base de comparación interanual. Todos los usos de importación subieron, a excepción de los Bienes intermedios. De este modo, el superávit comercial sumó US\$6.292 millones en lo que va del año.

En el primer semestre del año, el excedente comercial volvió a ser el principal sostén de la Cuenta corriente, que acumuló un déficit de US\$1.720 millones. Para lo que resta de 2013 se prevé cierta mejora en las exportaciones y una morigeración en el ritmo de aumento de las importaciones. De esta manera, se espera que el superávit comercial siga ubicándose en niveles históricamente elevados.

La Cuenta capital y financiera acumuló un saldo negativo en el primer semestre de 2013 explicado fundamentalmente por los mayores egresos netos del sector público (financiero y no financiero) producto de la cancelación de obligaciones con no residentes en el marco de la política de desendeudamiento externo.

El stock total de la deuda externa (pública más privada) se redujo desde 31,1% del PIB en junio de 2012 hasta 27,5% un año después, alcanzando el ratio más bajo de los últimos 18 años. En este marco, el stock de Reservas internacionales hacia fines de septiembre (US\$34.741 millones) representó 52% de la deuda externa pública, mientras en el período 1992-2000 era de 33%.

Gráfico 5.1

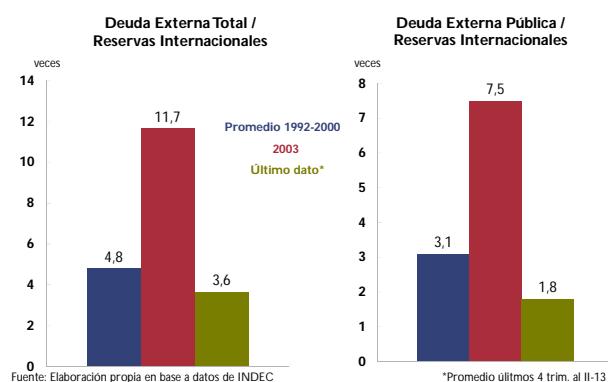
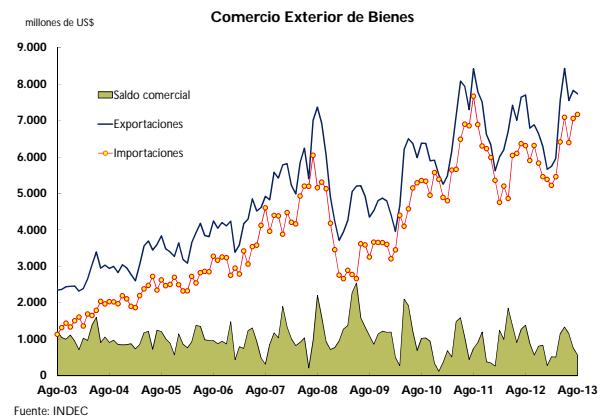
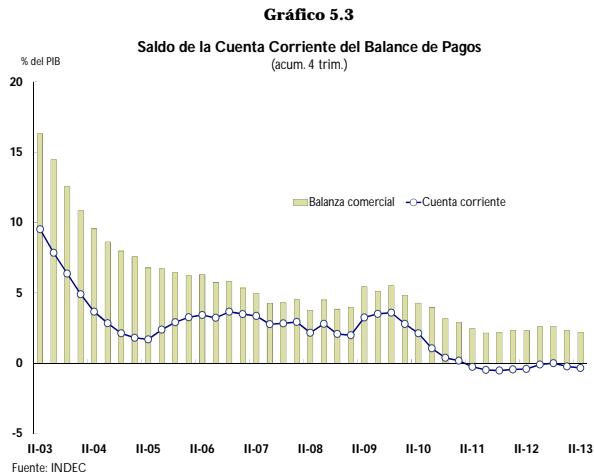


Gráfico 5.2



5.1 Cuenta Corriente



En el primer semestre de 2013 el saldo de la Cuenta corriente fue deficitario en US\$1.720 millones, manteniéndose estable en términos del PIB en los últimos cuatro trimestres respecto al mismo período de 2012 (-0,4%; ver Gráfico 5.3). Así, la Cuenta corriente de la Argentina permaneció en niveles cercanos al equilibrio en relación al tamaño de la economía, mostrando un desempeño favorable respecto a lo observado en los principales países de la región (ver Gráfico 5.4).

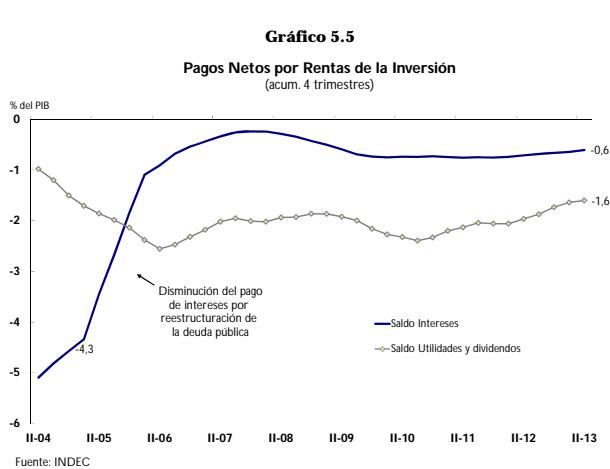
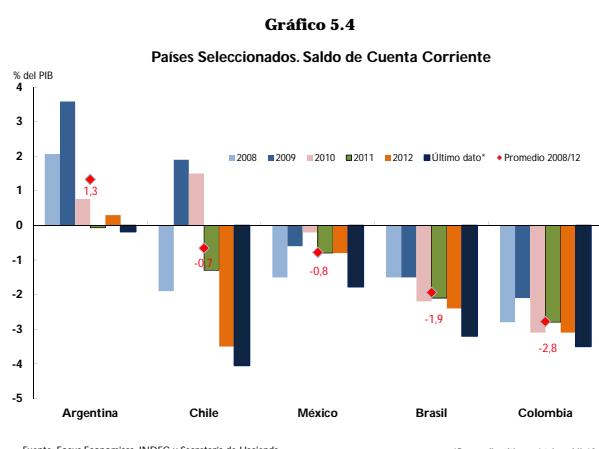
El incremento del saldo negativo de la Cuenta corriente respecto de igual período del año previo estuvo en línea con el menor superávit comercial – que siguió siendo el sostén del saldo externo – y con un aumento en el déficit de la balanza de servicios reales. Estos factores fueron parcialmente compensados por la mejora de saldo de las Rentas de inversión.

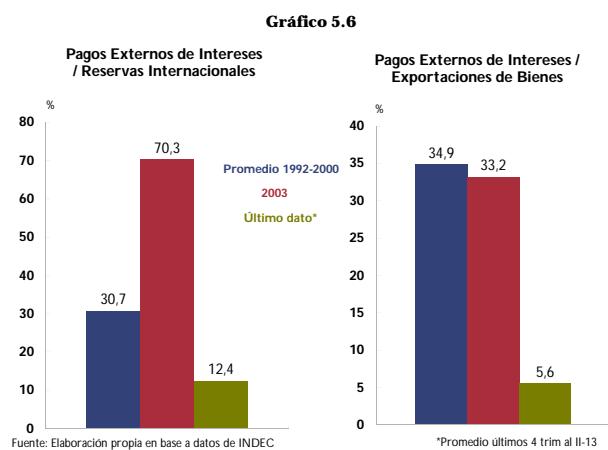
El comportamiento de los servicios respondió a mayores egresos por transporte –en línea con la suba de las importaciones – y al desempeño de los pagos netos por pasajes. Al transporte se sumó el mayor déficit por viajes, a raíz de que los gastos de los no residentes en nuestro país se redujeron en mayor cuantía que los de los residentes fuera de la Argentina.

Las Rentas de la inversión registraron una mejora respecto de igual período de 2012 a partir del menor devengamiento neto de Utilidades y dividendos. Los intereses netos pagados también disminuyeron, manteniéndose en niveles bajos en términos históricos (ver Gráficos 5.5 y 5.6).

Las exportaciones de mercancías acumularon un aumento de 4,0% entre enero y agosto, respondiendo mayormente a las ventas externas de Productos Primarios (PP) y de Material de transporte (ver Cuadro 5.1). Con datos parciales al tercer trimestre de 2013 se observó una desaceleración en la tasa de crecimiento interanual de las exportaciones respecto del período abril-junio, aunque continúan ubicándose por encima de los valores del año previo. Este comportamiento estuvo vinculado a los menores embarques de granos, junto con una desaceleración de las exportaciones Industriales (MOI), mientras que las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) aumentaron su dinamismo respecto del trimestre previo (ver Gráfico 5.7).

En lo que va del año, los envíos de PP crecieron 13,9% interanual (i.a.; 3% i.a. en cantidades y 11% i.a. en los precios). Las mayores ventas externas se concentraron en el primer semestre del año, principalmente a partir





Cuadro 5.1
Exportaciones por Grandes Rubros

Rubro	Primeros 8 meses					
	millones de US\$		Variación % i.a.			Contribución % a la var. i.a.
	2012	2013	Total	Precios	Cantidades	
Productos Primarios	13.659	15.564	13,9	11	3	87,7
MOA	18.544	19.326	4,2	4	0	36,0
MOI	17.519	17.975	2,6	-2	5	21,0
MOI sin Material de transporte	11.733	10.652	-9,2			-49,8
Material de transporte	5.786	7.323	26,6			70,8
Combustibles y energía	4.591	3.619	-21,2	-7	-15	-44,8
TOTAL	54.313	56.484	4,0	2	2	100

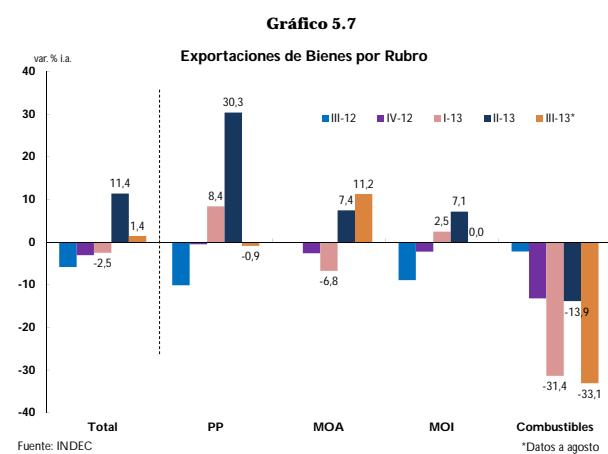
Fuente: INDEC

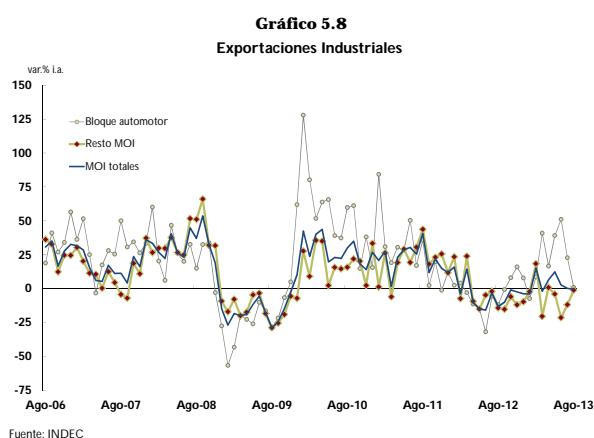
de abril, respondiendo al aumento en las exportaciones de maíz y porotos de soja que contrarrestó las menores ventas externas de trigo. A partir de julio se verificó una reducción en los valores exportados de los PP debido a una profundización de la caída en las ventas de trigo, consecuencia de los magros resultados de la cosecha; en tanto las exportaciones de maíz y porotos de soja mantuvieron el mismo ritmo de crecimiento interanual que en el trimestre previo (ver Sección 3).

Las ventas externas de MOA acumularon a agosto una suba de 4,2% i.a. originada en los mayores precios (4% i.a.), ya que las cantidades vendidas se mantuvieron en los mismos niveles de un año atrás. En lo transcurrido del año se observaron comportamientos disímiles, con un fuerte repunte en las ventas externas a partir de abril, después de la retracción observada a inicios de 2013. En lo transcurrido del tercer trimestre los volúmenes exportados de aceites y subproductos oleaginosos (pellets) registraron un fuerte alza dada la mejora en la molienda. A su vez, las exportaciones de carnes volvieron a expandirse en términos interanuales, mientras que las de productos lácteos revirtieron la tendencia negativa que evidenciaron en el primer semestre.

Las exportaciones de MOI desaceleraron su ritmo de crecimiento a partir del tercer trimestre, mostrando en los recientes meses valores análogos a los observados en igual período de 2012. De esta forma acumularon un aumento de 2,6% i.a. a agosto, que respondió a una suba de las cantidades exportadas (5% i.a.) parcialmente contrarrestada por la caída en los precios (-2% i.a.). Las mayores ventas externas de este rubro fueron motorizadas por el desempeño del bloque automotriz (27% i.a. en los primeros 8 meses del año), mientras que el resto de las MOI en su conjunto acumularon una caída. Dentro de estos últimos se encuentran las menores ventas externas de productos químicos, metales comunes y sus manufacturas y biodiesel. La moderación interanual de las ventas externas de MOI a partir de julio respondió al menor dinamismo de las exportaciones del sector automotriz (13,6% i.a.) respecto al aumento acumulado en el primer semestre del año (33% i.a.), que se explica por el desenvolvimiento de la demanda desde Brasil – destino que representa alrededor del 80% de las exportaciones totales del complejo –. Paralelamente, se observó un repunte en las ventas externas de productos químicos que contribuyó a atenuar la caída de las MOI no pertenecientes al bloque automotriz (ver Gráfico 5.8).

Las exportaciones de Combustibles y energía cayeron entre enero y agosto (-21% i.a.), dada la baja conjunta de precios (-7% i.a.) y de cantidades (-15% i.a.). En lo

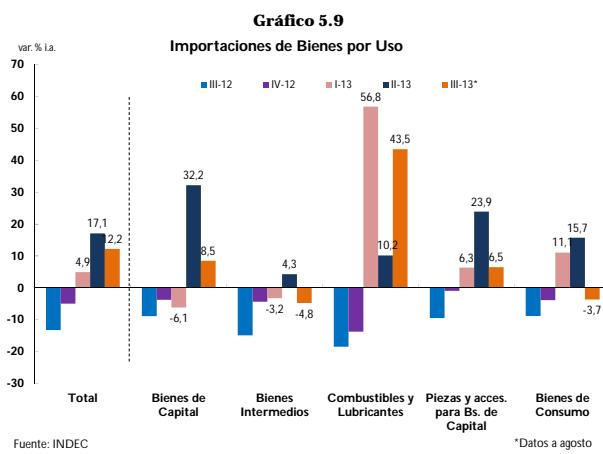




Cuadro 5.2
Importaciones por Uso Económico

Uso económico	Primeros 8 meses						Contribución % a la var. i.a.	
	millones de US\$		Variación % i.a.					
	2012	2013	Total	Precios	Cantidades			
Bienes de capital	7.166	7.968	11,2	-1	12	15,4		
Equipo de transporte industrial	1.621	1.693	4,4			1,4		
Otros bienes de capital	5.545	6.275	13,2			14,0		
Bienes intermedios	13.145	13.028	-0,9	4	-4	-2,3		
Combustibles y lubricantes	7.020	9.029	28,6	-3	33	38,7		
Piezas y acc. para bienes de capital	9.309	10.413	11,9	1	10	21,2		
Bienes de consumo	4.604	4.985	8,3			7,3		
Vehículos automotores de pasajeros	3.537	4.641	31,2			21,3		
Resto	215	128	-40,3	0	0	-1,7		
TOTAL	44.995	50.192	11,6	3	9	100		

Fuente: INDEC



⁵⁰ Cabe destacar que el siniestro ocurrido el 2 de abril en Ensenada en la planta de Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF) afectó la refinación de petróleo doméstico, por lo que dicha fuente debió ser reemplazada por mayores compras externas de combustibles.

que va del tercer trimestre se observó una profundización de esta tendencia, debido principalmente a los menores embarques de petróleo crudo y sus derivados.

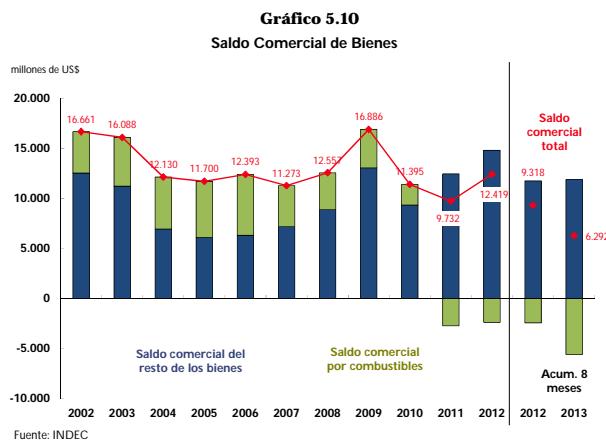
Luego de registrar subas acotadas en los primeros meses de 2013, a partir de abril las importaciones ganaron dinamismo y acumulan en lo que va del año un incremento de 12% i.a., explicado mayormente por una recuperación en las cantidades (9% i.a.). Este comportamiento se encuentra en línea con el mayor ritmo de crecimiento de la economía y con una baja base de comparación interanual (ver Cuadro 5.2 y Gráfico 5.9).

El aumento de las importaciones en el acumulado del año fue liderado por las adquisiciones de Combustibles. Las cantidades compradas de estos productos crecieron 33% i.a. entre enero y agosto, mientras que los precios se redujeron 3% i.a. Los bienes de mayor relevancia dentro de las importaciones de este rubro fueron el gas oil, el fuel oil, el gas natural licuado y en estado gaseoso, destinados a abastecer el consumo de la industria, del transporte y de los hogares⁵⁰.

Las adquisiciones de Bienes de capital acumularon una suba de 11% i.a. durante 2013, sustentadas en mayores cantidades. Después de haber caído entre enero y marzo, se recuperaron fuertemente a partir del segundo trimestre del año. Por su parte, las Piezas y accesorios para bienes de capital acumularon en los primeros 8 meses un incremento de 12% i.a., como consecuencia del aumento en las cantidades. El incremento en los volúmenes importados de bienes de capital y sus piezas y accesorios contribuyó a la recuperación de la inversión en equipo durable de producción (ver Sección 3).

Las compras al exterior de Bienes intermedios se mantuvieron en niveles comparables a los de 2012, evidenciando una caída en lo que va del tercer trimestre. Por su parte, las adquisiciones de Bienes de consumo acumularon 8% i.a. de aumento, y en el período julio-agosto se retrajeron respecto a los valores de un año atrás, tanto en bienes durables como no durables. Contrariamente, las compras externas de vehículos automotores acumularon una suba de 31% i.a. en 2013, acrecentando su dinamismo a partir de julio.

Como resultado del desempeño de las exportaciones y de las importaciones, en los primeros 8 meses del año el superávit comercial totalizó US\$6.292 millones. La reducción en el saldo respecto a los valores del año pasado se explica por el déficit en el comercio de combustibles (ver Gráfico 5.10).

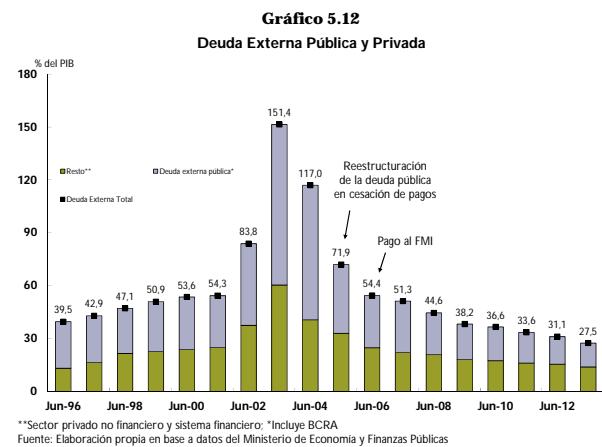
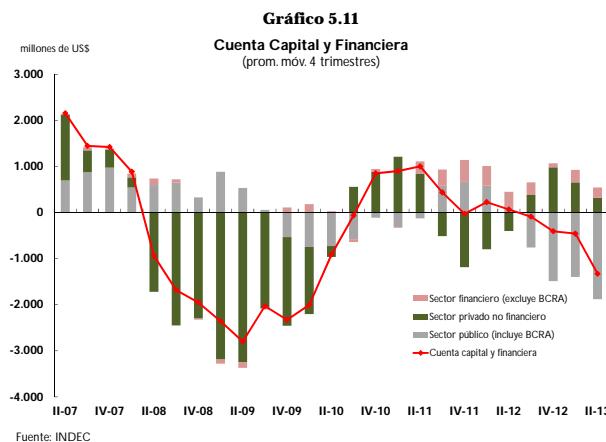


Para el resto del año se prevé un mayor dinamismo de las exportaciones a partir de la mejora esperada en las ventas externas industriales, principalmente por la recuperación de las MOI que no pertenecen al complejo automotriz. Esto sería acompañado de una morigeración en la tasa de aumento de las importaciones, principalmente por un efecto de base de comparación. Así, el excedente comercial se mantendría en niveles elevados y seguiría siendo el sostén de la Cuenta corriente en 2013. De todas maneras, las exportaciones podrían verse nuevamente afectadas por la elevada incertidumbre internacional y la aún débil recuperación económica prevista para los flujos del comercio mundial.

5.2 Cuenta Capital y Financiera y Activos y Pasivos Externos

Entre enero y junio de 2013 la Cuenta capital y financiera registró un déficit de US\$2.203 millones. Dicho saldo se explicó fundamentalmente por los pagos netos de obligaciones de deuda del sector público. Por su parte, la contribución positiva del sector privado no financiero se redujo respecto de lo registrado en el primer semestre de 2012 (ver Gráfico 5.11).

La Deuda externa total (pública y privada) ascendió a fines de junio de 2013 a US\$135.040 millones, con una reducción de US\$8.752 millones respecto al stock de igual trimestre del año anterior. En relación al tamaño de la economía la deuda externa se redujo desde 31,1% en junio de 2012 hasta 27,5% un año después, alcanzando el ratio más bajo de los últimos 18 años (ver Gráfico 5.12). El descenso se explica principalmente por el menor endeudamiento del sector público no financiero.



A fines de septiembre de 2013 el stock de Reservas internacionales se ubicó en US\$34.741 millones, representando 52% de la deuda pública externa, porcentaje que resulta superior al observado en 2003 y en el promedio del período 1992-2000 (+39 puntos porcentuales —p.p.— y +19 p.p., respectivamente). La mayor cobertura fue producto de la política de desendeudamiento, en la cual contribuyó la aplicación de reservas de libre disponibilidad para atender los servicios de deuda con Organismos internacionales y con tenedores privados. En los últimos 10 años —incluyendo los fondos aprobados para 2013— el uso de reservas de libre disponibilidad totalizaría cerca de US\$42.900 millones.

6 Finanzas Públicas

La Recaudación tributaria nacional creció 28% interanual (i.a.) durante el tercer trimestre del año, manteniendo el dinamismo observado durante la primera mitad del año. Los gravámenes ligados al mercado interno continuaron impulsando la recaudación: el Impuesto al Valor Agregado y el impuesto a las Ganancias (tributo que se modificó a partir de septiembre para favorecer a los asalariados registrados y pasivos perceptores de menores ingresos) y los recursos de la Seguridad social. En este marco, los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) siguieron expandiéndose.

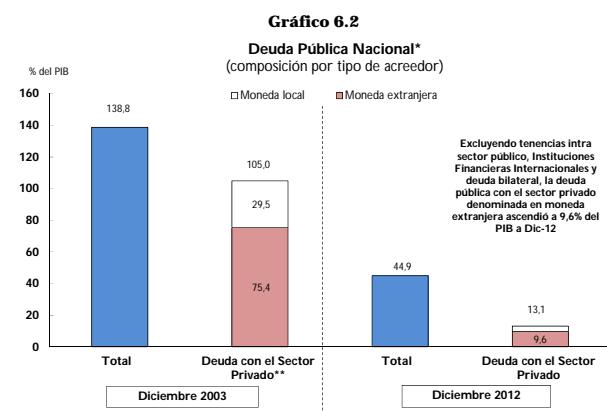
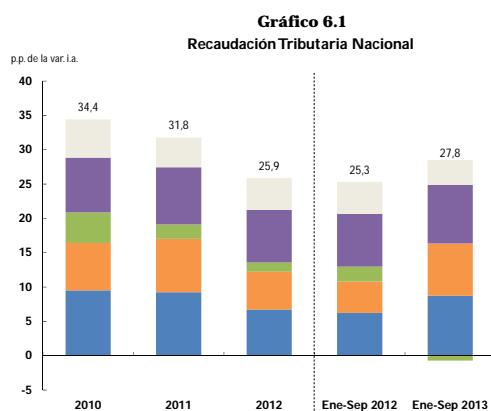
El Gasto primario del SPNF continuó creciendo a tasas cercanas al 30% i.a. por la dinámica de las erogaciones que contribuyen al sostenimiento de la demanda interna. Las Prestaciones previsionales, las Transferencias corrientes al sector privado (que incluyen las asignaciones familiares), las Remuneraciones y el gasto de Capital fueron los principales impulsores de la suba interanual.

En lo que va del año el Resultado primario del SPNF se mantuvo en valores cercanos al equilibrio, mientras que el resultado financiero del SPNF arrojó un valor negativo equivalente al 2,3% del PIB, en el acumulado de los últimos 12 meses.

El Tesoro Nacional siguió afrontando sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes del propio sector público. Esta estrategia de financiamiento permitió que la Deuda pública nacional en manos del sector privado siguiera reduciéndose, especialmente los pasivos denominados en moneda extranjera, los cuales se estima representaron menos de 9% del PIB en septiembre. A su vez, el Congreso Nacional aprobó una Ley para concluir el proceso de reestructuración de la deuda en estado de diferimiento de pago no ingresada a los Canjes 2005 y 2010.

Los recursos tributarios propios de los distritos subnacionales mantuvieron un desempeño dinámico, al crecer a tasas superiores al 40% i.a. en el tercer trimestre de 2013, por encima del ritmo de expansión de la recaudación tributaria nacional debido a subas de alícuotas e incrementos de bases imponibles, entre otros factores. En tanto, los ingresos tributarios girados por el gobierno nacional a las jurisdicciones subnacionales—Coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros recursos de distribución automática—siguieron registrando tasas de crecimiento superiores al 25% i.a.

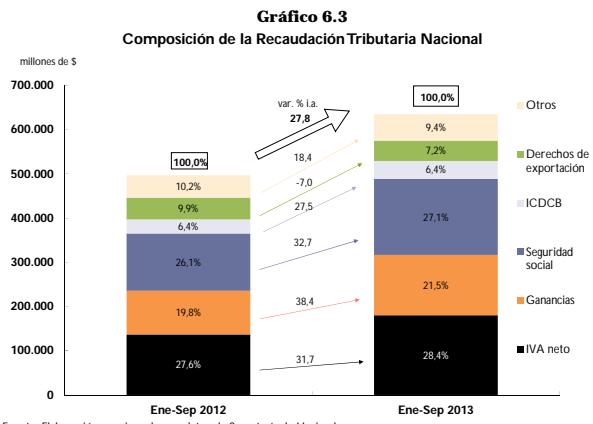
Por último, el gobierno envió al Congreso el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2014. En el documento se prevé una moderación del ritmo de crecimiento de los gastos y un sostenido incremento de los recursos a partir de un escenario macroeconómico con una tasa más elevada de crecimiento.



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

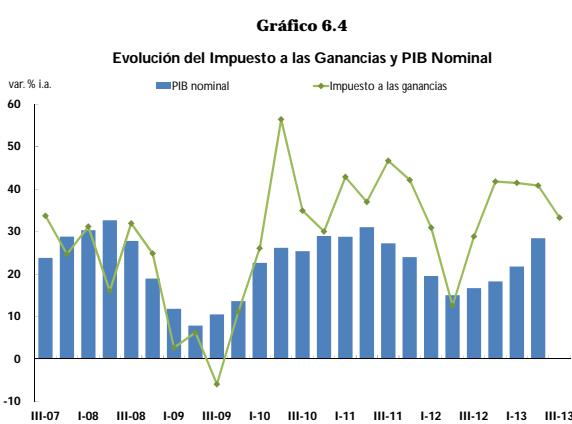
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía y Finanzas Públicas e INDEC

6.1 Ingresos



Durante el tercer trimestre de 2013 la Recaudación tributaria nacional mantuvo un elevado ritmo de expansión. Los recursos crecieron 28% interanual (i.a.), continuando con el dinamismo mostrado durante la primera mitad del año. Al igual que en el primer semestre de 2013, la suba fue impulsada básicamente por los impuestos ligados al mercado interno: los recursos de la Seguridad social, el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y el impuesto a las Ganancias (ver Gráficos 6.1 y 6.3). A este desempeño contribuyeron, además del crecimiento de la economía, los mayores montos recaudados por la entrada en vigencia de regímenes de facilidades de pago⁵¹, entre otros factores.

Los recursos de la Seguridad social se expandieron en torno al 33% i.a., en línea con el incremento de la base imponible máxima para el cálculo de los Aportes —que se elevó en marzo y septiembre, de acuerdo a la indexación del tope por la movilidad previsional⁵²— y a un ritmo similar al del primer semestre. La suba resultó superior a la registrada por las remuneraciones, en el marco de un sostenido nivel de empleo (ver Sección 4).



Los ingresos asociados al impuesto a las Ganancias crecieron en torno al 33% i.a. en el tercer trimestre del año, en línea con los niveles de actividad económica y de las remuneraciones, que generaron mayores ingresos por los regímenes de retenciones y percepciones (ver Gráfico 6.4). Sin embargo, las fuertes alzas registradas en la primera mitad de 2013, fueron atenuadas por los menores incrementos de los impuestos determinados para el período fiscal 2012 (+20,6% i.a. en el caso de las empresas y +28,1% i.a. para las personas físicas)⁵³, los cuales inciden en los anticipos a ingresar durante 2013.

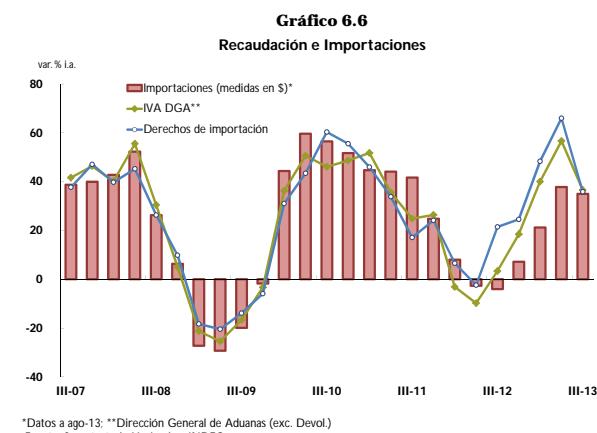
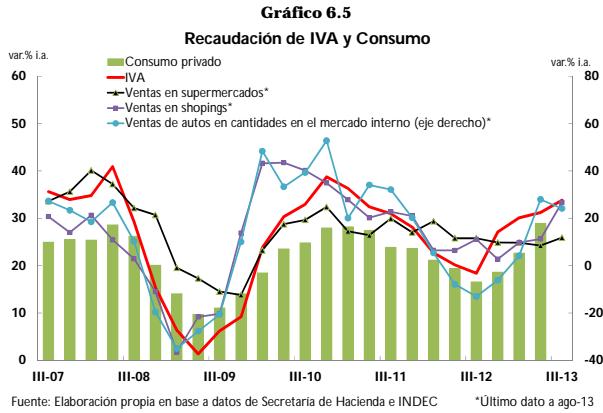
Por otra parte, y en menor medida, incidió positivamente el incremento del 3% al 6% de la alícuota de percepción del impuesto sobre las operaciones de importación definitiva de bienes a partir de septiembre de 2012⁵⁴ y la percepción anticipada a cuenta del impuesto a las Ganancias del 20% sobre

⁵¹ La Resolución General 3451 de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) estableció un régimen especial de facilidades de pago para regularizar deudas impositivas, aduaneras y de la seguridad social —hasta julio— de hasta 120 cuotas (10 años) con un interés mensual de 1,35%, sin pago a cuenta. A su vez, por Resolución General 3516 se estableció un nuevo régimen de facilidades de pago —desde agosto— destinado a pequeños empleadores que hayan exteriorizado trabajadores, para la cancelación, total o parcial de obligaciones impositivas, aduaneras y/o de los recursos de la seguridad social sin que ello implique condonación de las deudas ni reducción alguna de intereses resarcitorios y/o punitarios, o liberación de las pertinentes sanciones o cargos.

⁵² A partir de los salarios devengados en marzo de 2013 la nueva base imponible máxima prevista pasó de \$21.249 mensuales a \$24.474 (+15,18%; Resolución 30/2013) y a partir de los salarios devengados en septiembre pasó a \$28.000 (+14,41%; Resolución 266/2013).

⁵³ En mayo de 2012, los impuestos determinados habían aumentado 24,6% para las sociedades y 33,2% para las personas físicas.

⁵⁴ Resolución AFIP 3373/2012.



los consumos realizados en el exterior mediante el uso de tarjetas de crédito y/o de débito⁵⁵.

En tanto, tuvo un efecto contrario sobre la recaudación del impuesto la suba del “mínimo no imponible” para personas físicas vigente desde marzo⁵⁶ y la deducción de la primera mitad del sueldo anual complementario, en el caso de remuneraciones inferiores a \$25.000 mensuales⁵⁷. En este mismo sentido operaron las modificaciones introducidas a partir del mes de septiembre⁵⁸ en el cálculo de las deducciones en concepto de ganancia no imponible, cargas de familia y deducción especial en el caso de remuneraciones brutas inferiores a \$25.000 mensuales, así como la exclusión del pago de ganancias de los asalariados registrados y pasivos que perciben ingresos habituales por debajo de los \$15.000 mensuales brutos. Cabe señalar que el esfuerzo fiscal de dicha medida se estima será parcialmente compensado por la ampliación del gravamen a operaciones que estaban exentas, tales como la tributación con una alícuota del 15% sobre las operaciones de compra y venta de acciones y títulos valores que no cotizan en los mercados de valores (incluidos los sujetos del exterior) y con una tasa del 10% sobre la distribución de dividendos. Con la misma lógica se adecuaron las escalas de los montos de facturación tomados como parámetros para la categorización en el régimen del Monotributo.

El IVA bruto, es decir sin deducir las devoluciones, mantuvo una expansión en torno al 35% i.a., acompañando el dinamismo de la demanda por bienes y servicios, que viene mostrando subas en lo que va de 2013 (ver Sección 3 y Gráfico 6.5).

El componente del IVA ligado a las Importaciones (IVA DGA —Dirección General de Aduanas—), si bien morigeró su crecimiento entre julio y septiembre luego de una fuerte expansión en el trimestre previo, aumentó 36% i.a. y acompañó el dinamismo de las compras externas (ver Gráfico 6.6). Además, aunque en menor medida, el alza se explicó por cambios en la percepción del impuesto en la Aduana⁵⁹, el aumento del tipo de cambio nominal y la baja base de comparación interanual.

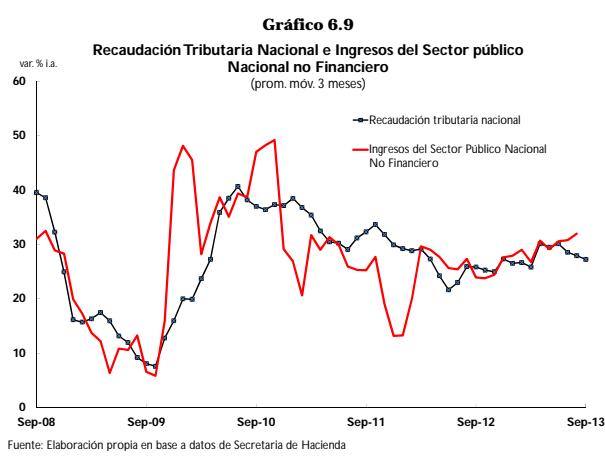
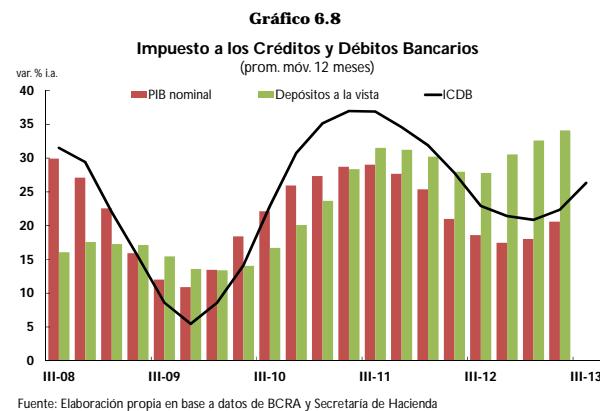
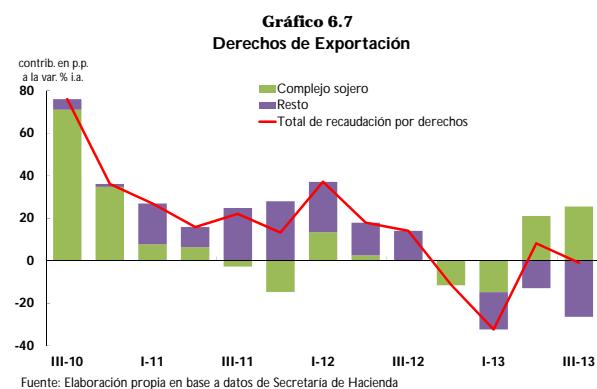
⁵⁵ Si por su condición tributaria el sujeto pasible no resultara responsable del impuesto a las Ganancias, se considera pago a cuenta del impuesto a los Bienes personales (Resolución AFIP 3450/2013).

⁵⁶ Se elevó la deducción especial para los trabajadores en relación de dependencia y las deducciones por cargas de familia en un 20%.

⁵⁷ Decreto PEN 1006/2013.

⁵⁸ Decreto PEN 1242/2013 y Ley 26893.

⁵⁹ La Resolución 3373 de AFIP, con vigencia a partir de septiembre de 2012, duplicó la tasa de percepción del IVA en la DGA de los bienes en general, del 10% al 20%, y de los bienes de capital, del 5% al 10%, que no sean destinados a formar parte del activo fijo del importador.



Un comportamiento similar describió la recaudación por Derechos de importación, al registrar una suba de 36% i.a. en el tercer trimestre. En este caso también incidió sobre la comparación interanual la suba de las alícuotas que se aplican desde inicios de año sobre las importaciones de bienes de consumo⁶⁰.

Por otro lado, en el tercer trimestre del año la recaudación de Derechos de exportación se mantuvo en un nivel nominal similar al de igual período de 2012, destacándose la suba de la tributación del complejo sojero (en torno al 60% i.a. —en parte por efecto de base de comparación— entre julio y septiembre)⁶¹. En contraste, el resto de los productos de exportación gravados dio origen a una merma de 46% i.a. de los derechos asociados en el período (ver Gráfico 6.7). En parte, sobre ese comportamiento influyó el impacto negativo de los menores ingresos por exportaciones de hidrocarburos, sector sobre el cual se redujo la alícuota efectiva⁶², así como la disminución en las exportaciones de otros cultivos (especialmente de trigo).

Los ingresos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias acumularon un alza de 32% i.a. en el tercer trimestre de 2013 en función del aumento en el monto total de las transacciones bancarias gravadas y en línea con el nivel de actividad (ver Gráfico 6.8). En tanto, la recaudación de los impuestos sobre los Combustibles aumentó 12% i.a. en el trimestre, mientras que la del impuesto a los Bienes personales creció 46% i.a.

Respecto de los ingresos no tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), durante los primeros ocho meses de 2013 el BCRA transfirió \$13.300 millones en concepto de Utilidades —correspondientes al período 2012— al Tesoro Nacional (TN). Por su parte, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la Administración Nacional de la Seguridad Social (FGS-ANSes) computó rentas de la propiedad por cerca de \$10.000 millones. Así, considerando la evolución de la Recaudación y del resto de los ingresos, los recursos totales del SPNF crecieron a una tasa de 33% i.a. durante el período enero-agosto de 2013 (ver Gráfico 6.9).

⁶⁰ A partir de enero de 2013 se elevaron las alícuotas de los derechos aplicables a ciertos bienes de consumo (Decreto PEN 25/2013).

⁶¹ 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 esos Derechos— se incrementaron un 20% i.a. en lo que va del año.

⁶² Por Resolución del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, a partir de enero de 2013 se elevó el precio de corte por barril de petróleo (de US\$42 a US\$70) y el precio de referencia por barril de petróleo (de US\$60 a US\$80) de la fórmula de cálculo para los Derechos de exportación.

6.2 Gasto y Resultados

Los gastos del SPNF continuaron creciendo en línea con la evolución de los ingresos, a una tasa similar a la evidenciada durante el primer semestre de 2013 y durante 2012. Así, de acuerdo a los datos al mes de agosto, los ingresos y gastos totales convergieron a una tasa de crecimiento acumulada en torno al 30% i.a (ver Gráfico 6.10). Las Prestaciones previsionales continuaron siendo el rubro del gasto nacional que más contribuyó a la suba interanual de las erogaciones, seguido en importancia relativa por el gasto de Capital, las Transferencias corrientes al sector privado y las Remuneraciones.

El gasto previsional aumentó 32% i.a. en lo que va de 2013, en línea con la actualización de los montos de los haberes⁶³ y la mayor cantidad de beneficiarios (ver Gráfico 6.11).

En tanto, el gasto de Capital creció 49% i.a. en el tercer trimestre, impulsado por la Inversión real directa (46% i.a.) y las Transferencias (57% i.a.). Se destacaron, entre estas últimas, los giros de capital a los gobiernos subnacionales (30% i.a.) y en el segundo trimestre una suba en la Inversión financiera del TN de \$2.000 millones destinada al financiamiento del Programa de Crédito Argentino del Bicentenario (Pro.Cre.Ar; ver Gráfico 6.12).

En los últimos dos meses, los giros corrientes al sector privado registraron un repunte de su tasa de crecimiento, luego de exhibir una moderación desde el año pasado. Así, en los últimos doce meses se expandieron a una tasa de 17% i.a. (ver Gráfico 6.13). El aumento respondió a la suba de las coberturas asistenciales administradas por el Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSJyP —ex PAMI—), las mayores compensaciones a usuarios de servicios públicos (transporte y energía) y a los aumentos de los montos de las Asignaciones Familiares que incluyen la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH; según el Decreto 1668/2012) y la Asignación por Embarazo para Protección Social. Cabe señalar que dichas asignaciones pasaron de \$340 a \$460 mensuales por hijo (35,3% i.a.) y para Hijo con Discapacidad (de \$1.200 a \$1.500; +25%) a partir de junio de 2013 (ver Gráfico 6.14).

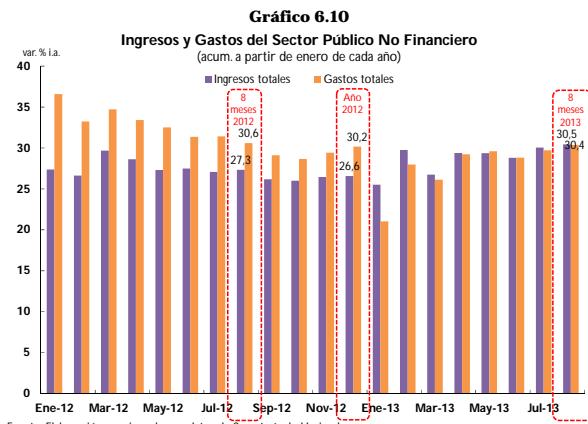


Gráfico 6.11

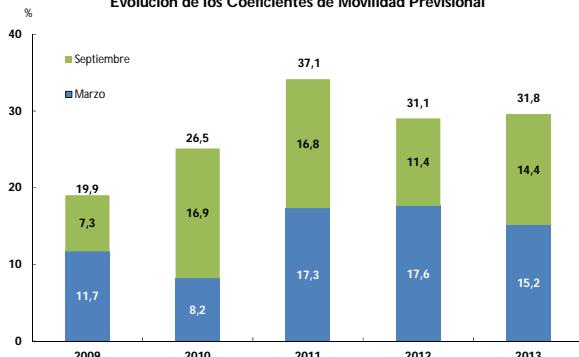
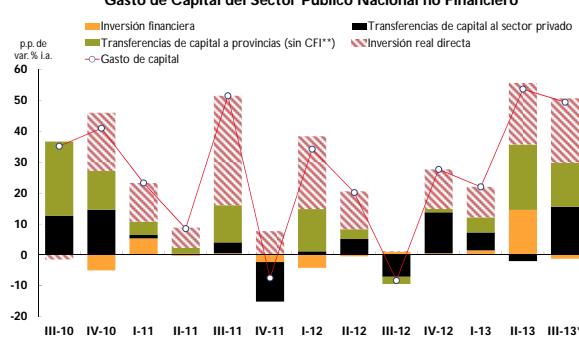
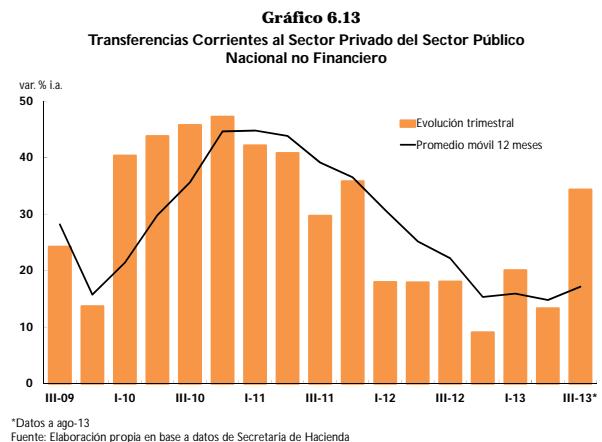


Gráfico 6.12



⁶³ En el marco de la Ley de Movilidad Jubilatoria, los jubilados y pensionados percibieron un aumento de haberes de 11,42% en septiembre de 2012, otro de 15,18% a partir de marzo de 2013 y uno adicional de 14,41% a partir de septiembre. De esta manera, la jubilación mínima pasó de \$1.880 —a principios de año— a \$2.477 mensuales en la actualidad. La medida alcanzó a casi 5,9 millones de jubilaciones y pensiones nacionales y ex Veteranos de Malvinas y a más de 1,3 millones de Pensiones No Contributivas (PNC), llegando a 7,2 millones de beneficiarios.

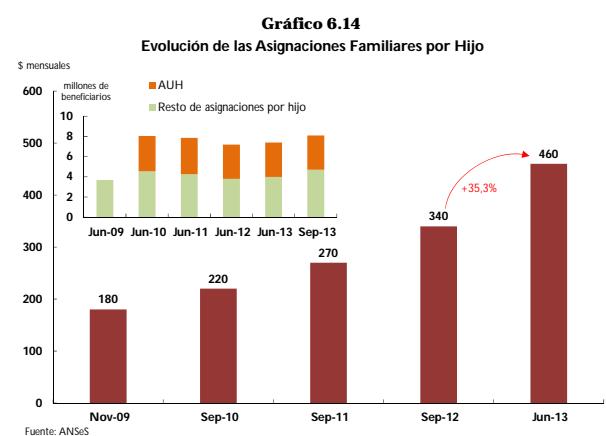


En relación con las asignaciones familiares, también se modificaron en el período las escalas y topes máximos de remuneraciones que definen el acceso a los beneficios respectivos. A partir de junio, para el conjunto de los trabajadores que perciben un ingreso familiar entre \$200 y \$4.800, la asignación por hijo subió también hasta \$460, disminuyendo luego a medida que se incrementa el ingreso familiar del hogar, hasta el tope —a partir de septiembre de 2013— de \$15.000 de cada uno de los cónyuges (hasta \$30.000 por grupo familiar). Esta disposición buscó que quienes dejaran de poder realizar la deducción por hijo en el impuesto a las ganancias comenzaran a percibir la asignación familiar correspondiente. El resto de las asignaciones familiares —incluyendo las que se cobran por única vez— también aumentaron en promedio un 25% desde junio, al tiempo que se incrementó el monto del subsidio de Contención familiar para jubilados y pensionados, que es una ayuda destinada a costear los gastos de sepelio de familiares de beneficiarios previsionales.

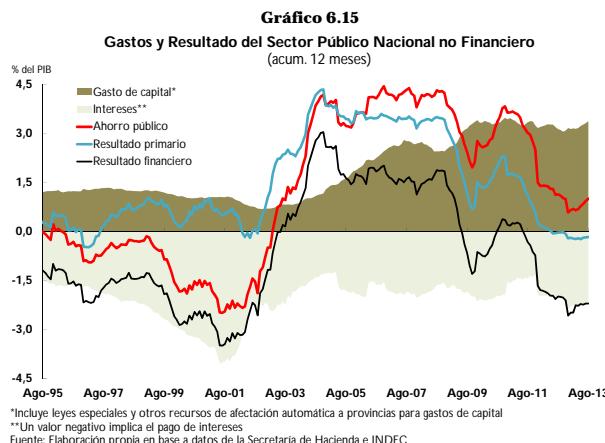
Cabe destacar que, según la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS), con las recientes modificaciones en los topes salariales para la percepción de las asignaciones, se incorporan 850.000 hijos de trabajadores activos que no estaban cubiertos. Estos nuevos beneficiarios se suman a los 3,8 millones previamente alcanzados y los 3,4 millones de beneficiarios de la AUH. El aumento de estas transferencias procura ampliar los niveles de protección de los sectores medios y bajos de la población, con su consiguiente impacto en la economía a través de su impulso al consumo.

El gasto en Remuneraciones a los empleados públicos se elevó 25% i.a. como consecuencia, primordialmente, de los ajustes salariales⁶⁴ pautados para la mayor parte del personal.

La evolución de los ingresos y de los gastos determinó que el SPNF continuara mostrando un nivel positivo de ahorro público y permitió financiar el gasto de Capital que representó 3,4% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses (ver Gráfico 6.15). El superávit primario acumulado en los primeros ocho meses del año fue de \$6.443 millones, manteniéndose prácticamente equilibrado el resultado en términos del Producto en los últimos doce meses a agosto de 2013 (ver Gráfico 6.16). Por su parte, el déficit financiero del SPNF de los últimos



⁶⁴ En 2012 se incrementaron las remuneraciones del SPNF un 21% (10% a partir de junio y 10% a partir de agosto), con efecto parcial en la ejecución base caja de 2012. Este año se acordó un incremento de 24% i.a. a efectivizar en dos partes: 12% a partir de junio y 12% desde agosto.



doce meses fue equivalente al 2,2% del Producto, una vez considerado el pago de intereses de la Deuda Pública.

A nivel de subsectores se observó un mayor déficit del TN en el acumulado del año, al tiempo que las Instituciones de la seguridad social —al igual que el resto de los subsectores— verificaron un saldo mayor que compensó el resultado negativo del TN (ver Gráfico 6.17).

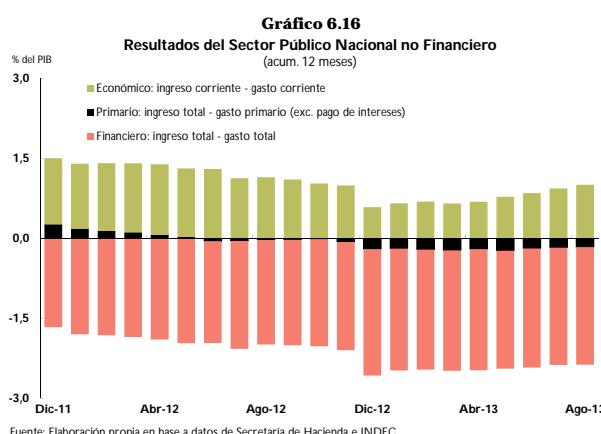
Por último, el gobierno envió al Congreso el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2014, que prevé una moderación del ritmo de crecimiento de los gastos, el cual en un marco de sostenido dinamismo de los recursos permitiría retornar a un resultado financiero equilibrado (ver Apartado 4).

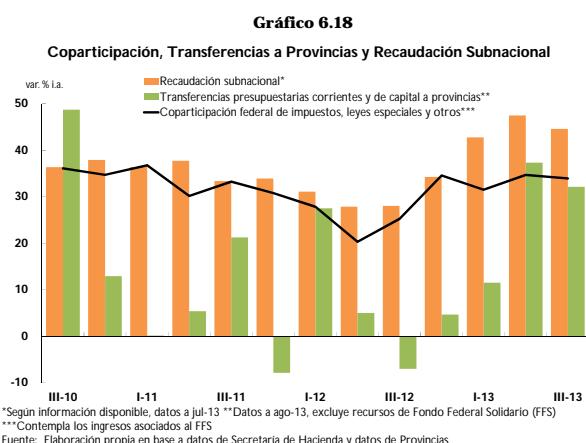
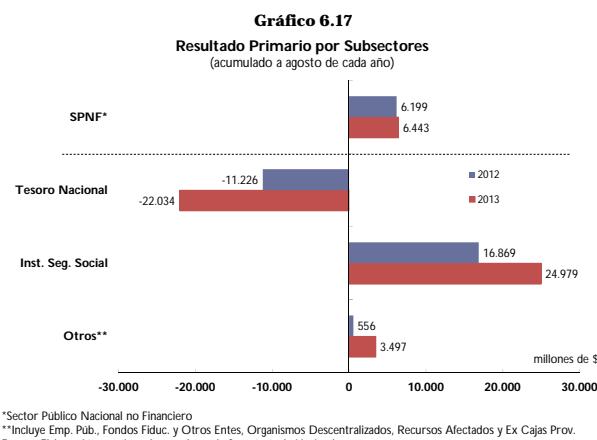
6.3 Financiamiento y Deuda Pública Nacional

El TN siguió afrontando sus necesidades de financiamiento con fuentes provenientes de las agencias del sector público: Adelantos Transitorios (AT) del BCRA, reservas internacionales de libre disponibilidad, suscripción de instrumentos de deuda —principalmente por parte del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la Administración Nacional de la Seguridad Social (FGS-ANSeS)— y préstamos del Banco de la Nación Argentina (BNA).

En particular, entre enero y septiembre de 2013 el BCRA otorgó, en términos netos, AT al TN por \$26.050 millones. Además, el Directorio del BCRA dispuso la aplicación de US\$7.133 millones de reservas de libre disponibilidad para integrar el Fondo de Desendeudamiento Argentino creado por el Decreto PEN 298/10, destinado a la cancelación de los servicios de la deuda pública con tenedores privados durante el año 2013. También afectó US\$2.292 millones de reservas —de los US\$2.335 millones asignados por el Decreto PEN 309/2013— para la atención de los servicios de deuda con organismos financieros internacionales y de deuda externa oficial bilateral durante el presente ejercicio.

La política de financiamiento permitió reducir el riesgo de refinanciación a partir de la disminución de la deuda con el sector privado, que a fines de 2012 representaba sólo 13,1% del PIB (-0,7 puntos porcentuales —p.p.— interanuales). En tanto, de estas obligaciones, las denominadas en moneda extranjera ascendieron a 9,6% del Producto (-0,2 p.p. en términos interanuales) a fines de 2012 (ver Gráfi-





Cuadro 6.1
Colocaciones de Bonos Vinculados al Dólar (dólar-linked) de Distritos Subnacionales (2013)

Fecha colocación	Jurisdicción	Mercado	Monto en millones moneda original	Plazo original (años)	Vida promedio original bonos (años)	Rendimiento de colocación
12-Mar-13	CABA	doméstico	100,0	5,0	4,3	3,98%
17-May-13	CABA	doméstico	216,0	6,0	4,8	3,98%
22-May-13	Mendoza	doméstico	94,6	3	2	3,0%
22-May-13	Neuquén	doméstico	131,4	3	2	3,0%
25-Jul-13	Entre Ríos	doméstico	89,0	3	2	4,8%
08-Ago-13	Buenos Aires	doméstico	200,0	1,5	1,5	4,24%

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

⁶⁵ Se cuenta con información de 18 jurisdicciones subnacionales que representan aproximadamente 95% del total de la recaudación de origen provincial.

co 6.2). Se estima que esa relación habría descendido por debajo del 9% del PIB en septiembre de 2013.

Recientemente el Congreso de la Nación aprobó la Ley 26886 para concluir el proceso de reestructuración de la deuda en estado de diferimiento de pago no ingresada a los Canjes 2005 y 2010, en términos y condiciones financieros que no podrán ser mejores que los ofrecidos a los acreedores en la reestructuración de deuda realizada en 2010.

6.4 Finanzas Públicas Subnacionales

Los ingresos tributarios de origen nacional recibidos por las provincias —Coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros recursos de distribución automática— mantuvieron su dinamismo y se expandieron 34% i.a. en el tercer trimestre del año, en línea con la evolución de la recaudación nacional de los principales tributos asociados a esas transferencias (básicamente el impuesto a las Ganancias y el IVA). A su vez, en concepto de transferencias presupuestarias a las jurisdicciones subnacionales se verificó una fuerte suba —en términos interanuales— durante los primeros siete meses del año (ver Gráfico 6.18).

La recaudación propia estimada⁶⁵ de las jurisdicciones subnacionales registró incrementos cercanos al 44% i.a., confirmando la aceleración en el ritmo de crecimiento verificado en los últimos 12 meses. Además de que en este concepto influyeron las recuperaciones de la producción y del volumen de las ventas comerciales, se verificaron cambios normativos en muchas jurisdicciones que implicaron subas de alícuotas y/o aumento de bases imponibles (por ejemplo a partir de actualización de las valuaciones fiscales y la incorporación de actividades gravadas por el impuesto a los ingresos brutos) que tuvieron efecto pleno en la recaudación de 2013.

Por otra parte, en el tercer trimestre volvieron a realizarse colocaciones de instrumentos subnacionales en el mercado doméstico. Dentro de las emisiones de mediano plazo, se emitieron instrumentos vinculados a la cotización del dólar estadounidense, con plazos de hasta 3 años y rendimientos anuales entre 4% y 4,8% en dólares (ver Cuadro 6.1). De igual forma, algunos municipios tuvieron acceso a préstamos bancarios otorgados contra garantía de recursos de coparticipación.

Apartado 4 / Principales aspectos del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2014⁶⁶

Los supuestos macroeconómicos incluidos en el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2014 (PPN-14) contemplan un crecimiento de la actividad de 6,2% en 2014, por encima de la expansión de 5,1% prevista para 2013. El mayor dinamismo de la actividad respecto del año en curso estaría explicado por la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), cuyo ritmo de aumento real se estima en 8,5% interanual (i.a.). Ello equivale a un aporte de 2 puntos porcentuales (p.p.) al crecimiento del PIB y representa un leve aumento de la Tasa de inversión en relación con el Producto hasta alcanzar el 23,7%. Por su parte, la contribución del Consumo total a la suba del Producto se mantendría inalterada respecto de 2013 (4,7 p.p.). También, se prevé una aceleración del alza de las ventas externas de bienes y servicios que reduciría el aporte negativo de las exportaciones netas al PIB. El PIB nominal se expandiría un 22,9% el año próximo, 1 p.p. por encima del estimado para 2013.

En cuanto al comercio externo, el PPN-14 proyecta exportaciones de bienes por US\$94.034 millones (+8,5% i.a.) e importaciones por US\$83.910 millones (+10,2% i.a.) para 2014, dando lugar a un superávit de la balanza comercial de US\$10.124 millones, levemente por debajo del valor estimado para 2013. Por último, se prevé que el tipo de cambio nominal se ubique en \$6,33/US\$ en promedio en 2014, 16,1% por encima de lo previsto para 2013 (ver Cuadro 1).

Cuadro 1 | PPN-14: Supuestos Macroeconómicos

Concepto	2012	PPN-14		
		2013	2014	
PIB real; en % (var. i.a.)	1,9	5,1	6,2	
Tasa de inversión; en %	22,8	23,2	23,7	
Precios implícitos en el PIB; en % (var. i.a.)	15,3	16,0	15,8	
PIB nominal; en % (var. i.a.)	17,5	21,9	22,9	
IPC GBA (prom.); en % (var. i.a.)	10,0	10,3	10,4	
Tipo de cambio nominal promedio anual \$/US\$	4,55	5,45	6,33	
Exportaciones de bienes, en mill. de US\$	80.927	86.695	94.034	
Importaciones de bienes, en mill. de US\$	68.508	76.138	83.910	
Balanza comercial; en mill. de US\$	12.419	10.556	10.124	

Fuente: Elaboración propia en base a Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2014 e INDEC

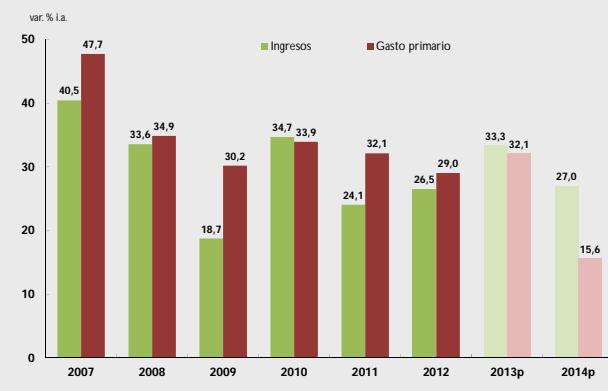
Considerando este escenario macroeconómico, el proyecto estima que la Recaudación tributaria na-

⁶⁶ En el mes de septiembre el Poder Ejecutivo elevó al Congreso Nacional el mensaje del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2014.

cional alcance \$1.097.317 millones, con una suba de 25,5% i.a. respecto de la proyección de 2013, impulsada principalmente por los Derechos de exportación (28,6% i.a.), el Impuesto al Valor Agregado (IVA; 25,6% i.a.), los recursos de la Seguridad social (25,2% i.a.) y el impuesto a las Ganancias (23,5% i.a.). De este modo, la recaudación pasaría a representar 33,8% del PIB en 2014, 0,7 p.p. del Producto más que en 2013.

Adicionalmente, se contemplan dentro de los recursos corrientes del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) \$49.500 millones correspondientes a Utilidades del BCRA y \$28.000 de Rentas de la propiedad originadas en activos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS). Estos ingresos sumados a la Recaudación prevista darían lugar a una moderación en el ritmo de crecimiento de los recursos del SPNF respecto de 2013 (27% i.a. vs. 33,3% i.a.; ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | PPN-14: Ingresos y Gastos del Sector Público Nacional no Financiero

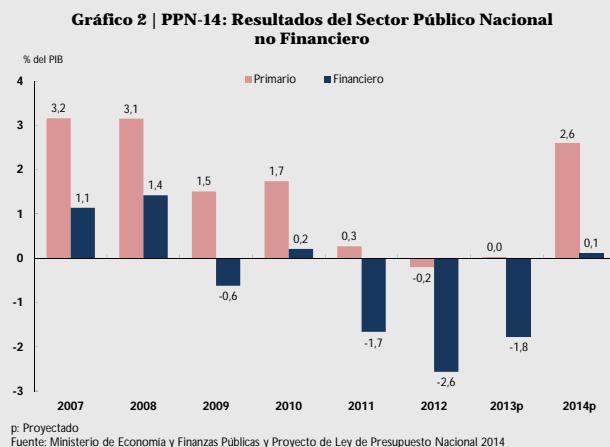


p: Proyectado
Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y Presupuesto Nacional 2014

El PPN-14 proyecta también una desaceleración en el ritmo de suba de los gastos primarios del SPNF al pasar de un incremento previsto de 32% i.a. en 2013 a uno de 15,6% i.a. el año próximo, hasta totalizar los \$847.275 millones (26,1% del PIB). El principal rubro que impulsaría el alza de las erogaciones primarias continuaría siendo el de las prestaciones de la Seguridad social, que aumentarían un 22% i.a. en 2014 —según lo presupuestado y de acuerdo a la Ley 26417 de Movilidad Previsional— y representarían el 38,8% del total del Gasto primario.

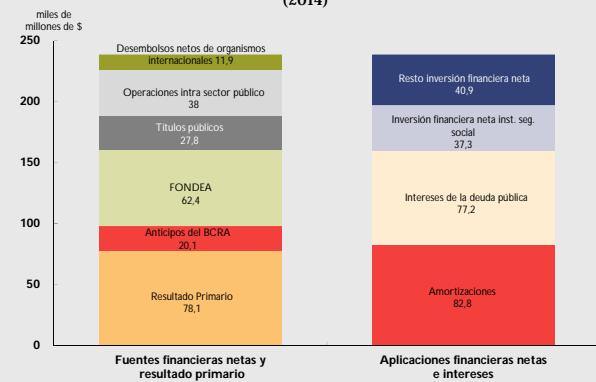
Como resultado de la dinámica de los ingresos y de los gastos, se estima que en 2014 el SPNF alcance un superávit primario de \$83.839 millones (2,6% del Producto). Los intereses considerados para el

año próximo⁶⁷ totalizarían \$80.310 millones (2,5% del PIB). Por lo tanto para el año próximo el PPN-14 prevé un resultado financiero del SPNF equilibrado (ver Gráfico 2).



En lo que hace a los servicios de capital y otras obligaciones financieras, durante 2014 la Administración Nacional deberá afrontar \$280.435 millones (8,6% del PIB). Para ello, el PPN-14 incluye, entre las principales fuentes de financiamiento, Adelantos Transitorios netos por parte del BCRA de \$20.112 millones y la integración del Fondo del Desendeudamiento Argentino (FONDEA) por un monto de \$62.382 millones (US\$9.855 millones)⁶⁸, operaciones intra sector público por \$52.902 millones y desembolsos de Instituciones Financieras Internacionales (IFI) por un total de \$20.966 millones (US\$3.312 millones).

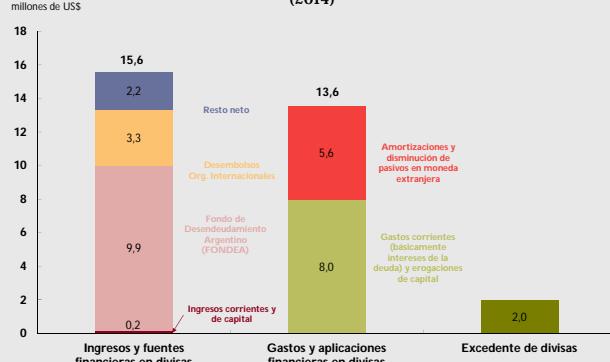
Gráfico 3 | PPN-14: Resultado Primario, Fuentes y Necesidades Netas de Financiamiento e Intereses de la Administración Nacional (2014)



Considerando las necesidades y las fuentes previstas, la brecha de financiamiento a cubrir ascendería a \$27.800 millones (US\$4.400 millones; ver Gráfico 3).

Por último, según el presupuesto de divisas incluido en el PPN-14, el total de obligaciones en moneda extranjera ascendería a \$85.900 millones (US\$13.600 millones), mayormente producto del pago de intereses de la Deuda Pública Nacional por \$40.400 millones (US\$7.000 millones), gastos corrientes y de capital por \$6.000 (US\$1.000 millones) y de amortizaciones y disminución de otros pasivos por \$35.400 millones (US\$5.600 millones). Dado que los ingresos y las fuentes financieras previstas en divisas ascienden a \$98.500 millones (US\$15.600 millones), se prevé un excedente de moneda extranjera para 2014 por aproximadamente US\$2.000 millones, monto similar a los US\$2.600 millones proyectados para 2013 (ver Gráfico 4).

Gráfico 4 | PPN-14: Presupuesto de Divisas de la Administración Nacional (2014)



Fuente: Elaboración propia en base al Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2014

⁶⁷ Cabe mencionar que dicha cifra incluye aproximadamente unos \$22.800 millones correspondientes al pago del cupón ligado al PIB, y que éste sólo se abonará si el crecimiento de 2013 superara el límite de 3,26% i.a.

⁶⁸ Cabe señalar que al igual que lo establecido en el Ley de Presupuesto 2013, en la medida que existiera un excedente respecto de lo destinado al pago de servicios de deuda pública a tenedores privados, y siempre que genere un efecto monetario neutro, se podrían utilizar los fondos para financiar gastos de capital.

7 Precios

En el segundo trimestre del año el Índice de Precios Implicitos (IPI) del PIB creció 18,1% interanual (i.a.), tasa de expansión muy similar a la del período anterior y en línea con el comportamiento que tuvieron los diversos indicadores de precios mayoristas en igual lapso de tiempo.

En lo que va del tercer trimestre, los precios mayoristas registraron una suba en su tasa de aumento interanual, principalmente por el comportamiento de los Productos primarios. Por su parte, los precios minoristas retomaron el ritmo de crecimiento de los primeros meses del año. Ante la presencia de factores climáticos que afectaron la oferta de algunas verduras, los alimentos registraron subas mayores en los meses recientes.

Por su parte, los costos de la construcción moderaron su tasa de crecimiento interanual en el período comprendido entre julio y agosto de este año, al crecer 16,9% interanual, tal como se preveía en el anterior informe. Este comportamiento estuvo determinado por los costos de mano de obra que reflejaron el ajuste pautado en las remuneraciones del sector. Si bien el 25% de aumento salarial fue muy parecido al del año previo, al efectuarse en esta oportunidad en dos tramos, la aplicación del incremento negociado dio lugar a una desaceleración interanual de los costos laborales de la construcción en este período.

Los salarios nominales de la economía mantienen, en lo que va del tercer trimestre, una tasa de expansión interanual similar a la registrada en el segundo trimestre del año, en torno a 25% i.a., tendencia que se prevé se mantenga producto del cierre de las negociaciones paritarias con ajustes análogos a los de 2012. Cabe señalar que las remuneraciones del sector público continuaron ganando dinamismo, lo que contribuyó a reducir la brecha existente con la tasa de crecimiento de los salarios del sector privado.

A nivel internacional, las cotizaciones de los productos agropecuarios disminuyeron, destacándose las caídas que experimentaron los precios de los principales granos desde fines de julio debido fundamentalmente a la evolución favorable de los cultivos en los Estados Unidos. En tanto, los precios de los *commodities* industriales no energéticos se mantuvieron relativamente estables, pese a la mejora que se observó en el margen de la actividad económica de algunos países avanzados y China. Por su parte, la suba del precio del petróleo estuvo determinada por los conflictos geopolíticos en Medio Oriente. Se destaca finalmente que durante el tercer trimestre las cotizaciones de los *commodities* se vieron influenciadas por la apreciación generalizada del dólar y, particularmente para los productos agrícolas, por el desarme de posiciones especulativas: ambos factores presionaron a la baja los precios.

Gráfico 7.1
Índice de Salarios

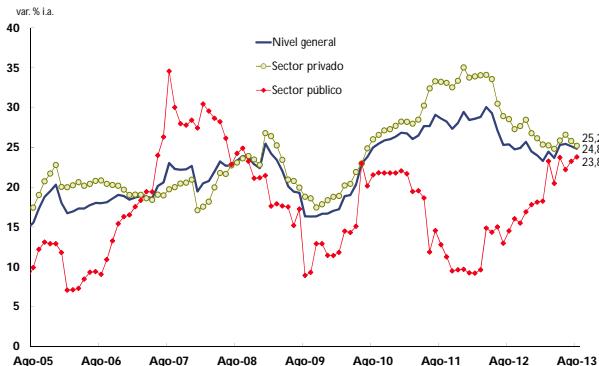
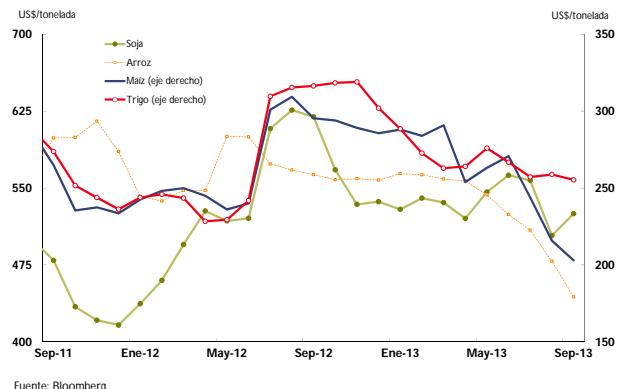
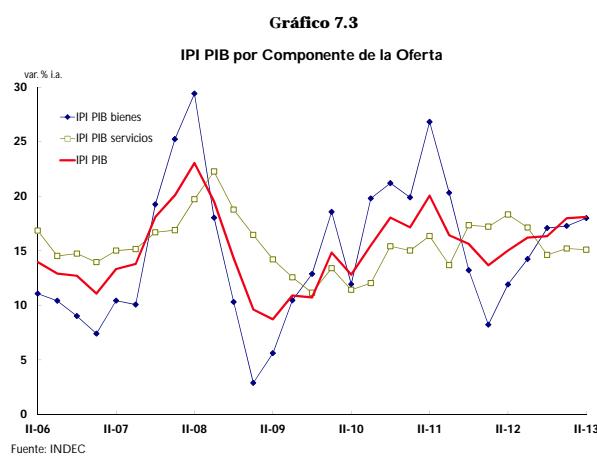


Gráfico 7.2
Precios de los Principales Granos



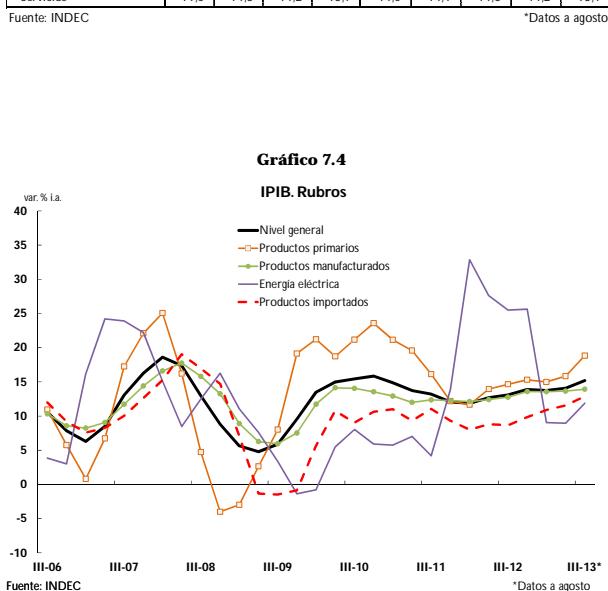


Cuadro 7.1

Índices de Precios

	var. % i.a. promedio trimestral				var. % i.a.				
	IV-12	I-13	II-13	III-13*	Abr-13	May-13	Jun-13	Jul-13	Ago-13
IPIIM	13,1	13,2	13,2	13,8	12,9	13,1	13,5	13,7	13,8
IPPI	15,0	14,5	14,7	15,3	13,4	13,8	16,7	15,7	15,0
IPIIB	13,9	13,8	14,1	15,2	13,1	13,4	15,7	15,3	15,1
Productos primarios	15,3	15,0	15,8	18,8	13,2	13,7	20,5	19,2	18,5
Productos manufacturados	13,6	13,6	13,7	13,9	13,3	13,5	14,1	14,1	13,8
Productos importados	9,8	10,9	11,6	12,9	11,6	11,7	11,4	12,2	13,6
Energía Eléctrica	25,6	9,1	9,0	11,9	7,8	6,7	12,3	10,6	13,2
ICC	26,3	20,4	17,5	16,9	14,7	18,9	18,9	17,1	16,7
Mano de Obra	34,8	24,6	18,6	17,4	14,5	21,1	20,3	17,8	17,0
Materiales	14,8	14,6	15,0	15,5	14,7	15,1	15,3	15,3	15,7
Gastos Generales	29,5	20,8	21,1	19,4	16,1	22,5	25,0	20,1	18,7
IPC GBA	10,6	10,8	10,4	10,6	10,5	10,3	10,5	10,6	10,5
Alimentos y Bebidas	10,5	8,6	6,4	6,4	6,9	6,3	6,1	6,7	7,4
Bienes	10,3	8,8	8,2	8,8	8,4	8,1	8,1	8,5	9,0
Servicios	11,0	14,3	14,2	13,7	14,0	14,1	14,6	14,2	13,1

Fuente: INDEC *Datos a agosto

⁶⁹ El IPIB refleja la evolución del Índice de Precios Internos al por Mayor neta de impuestos y subsidios.⁷⁰ El IPP representa la evolución de los precios mayoristas con el mismo tratamiento impositivo que el IPIB, pero excluyendo la oferta de bienes importados.

7.1 Precios Implícitos del Producto

El Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB mostró durante en el segundo trimestre de 2013 una variación interanual (i.a.) de 18,1%, prácticamente sin cambios respecto del primer trimestre, en línea con el comportamiento de los precios mayoristas.

A nivel de componentes, durante el segundo trimestre el IPI del Consumo privado y público aumentaron su ritmo de crecimiento hasta 18% i.a. y 25% i.a., respectivamente. En tanto, el IPI de la Inversión moderó su variación interanual respecto del trimestre previo.

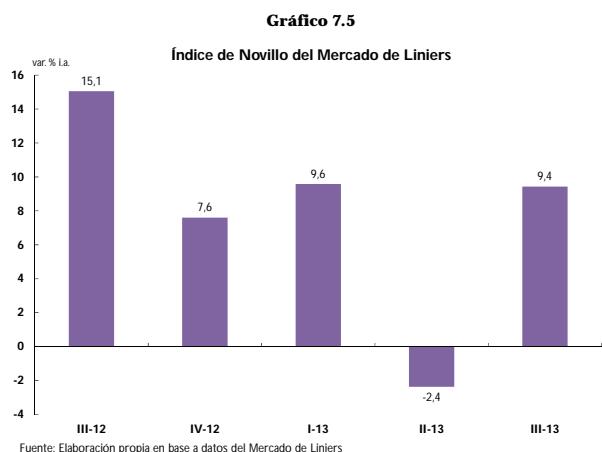
Por el lado de la oferta, se observó una mayor tasa de aumento en los precios de los Bienes, compensados parcialmente por un menor ritmo de expansión de los servicios (ver Gráfico 7.3).

7.2 Precios Mayoristas

En lo que va del tercer trimestre los precios mayoristas exhibieron un incremento en su tasa de aumento respecto de los niveles del año previo. En términos generales, los Productos primarios fueron los que mayores alzas verificaron. Si bien, el resto de los componentes (a excepción de la energía) también aumentó su ritmo de crecimiento interanual, lo hizo en una cuantía inferior.

De acuerdo al Índice de Precios Internos Básicos (IPIB⁶⁹), los precios mayoristas verificaron un crecimiento de 15,2% i.a. en el tercer trimestre, 1,1 puntos porcentuales —p.p.— por sobre el registrado entre abril y junio. Una tendencia similar verificaron el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) y el Índice de Precios al Productor (IPP⁷⁰), que se ubicaron 13,8% y 15,3% por sobre los valores de un año atrás (en ambos casos 0,6 p.p. por encima de la variación interanual del período abril-junio; ver Cuadro 7.1).

A nivel desagregado, se destacó el alza de los Productos primarios, que reflejó el comportamiento de los precios agropecuarios (ver Gráfico 7.4). Los Cereales y oleaginosas y el Ganado vacuno y la leche fueron los que mayores incrementos verificaron en su ritmo de crecimiento. El comportamiento del valor del ganado vacuno estuvo en línea con el precio



del novillo en el Mercado de Liniers, que pasó de registrar una contracción de 2,4% i.a. en el segundo trimestre a una expansión de 9,4% i.a. entre julio y septiembre (ver Gráfico 7.5).

Los Productos manufacturados, según el IPIB, aumentaron 13,9% i.a. en el período julio-agosto, ubicándose ligeramente por encima del trimestre previo. Este comportamiento se replicó a nivel de rubros, con excepción de los productos textiles, del calzado, del papel y de las impresiones y reproducciones, que desaceleraron su tasa de expansión.

Dentro de los Alimentos, la harina y los productos panificados mantuvieron niveles de precios relativamente similares a los de finales del segundo trimestre. Sin embargo, dado el marcado aumento registrado entre abril y junio, fueron los que presentaron los incrementos i.a. más significativos.

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

7.3 Precios Minoristas

Con datos a agosto, los precios minoristas aumentaron su tasa de incremento interanual en el tercer trimestre, luego de la pérdida de dinamismo registrada desde febrero último (ver Gráfico 7.6). Este desempeño estuvo influenciado por la trayectoria de los bienes, particularmente de los precios de los alimentos. Afectaron también a los valores de los alimentos ciertas condiciones climáticas (bajas temperaturas) que redujeron la oferta de algunas verduras.

En lo que refiere a los servicios, se observó una desaceleración respecto del trimestre previo, al no registrarse nuevas subas en el transporte público de pasajeros, y en las tarifas de gas y electricidad, cuya alza hacia fines de diciembre pasado había incidido en el primer trimestre de 2013. La menor tasa de aumento de los servicios públicos fue parcialmente compensada por los incrementos en los precios de los servicios privados, como los relacionados con la educación, la salud y el espaciamiento.

De acuerdo con el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) publicado por el INDEC, recientemente se observó una expansión en el ritmo de suba interanual de los precios de los Alimentos y bebidas, luego de haber al-

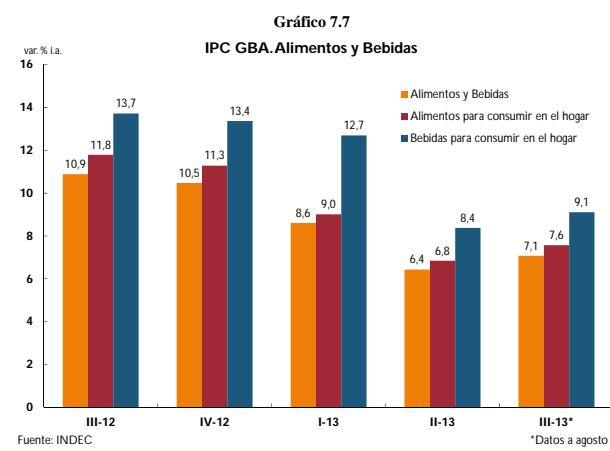
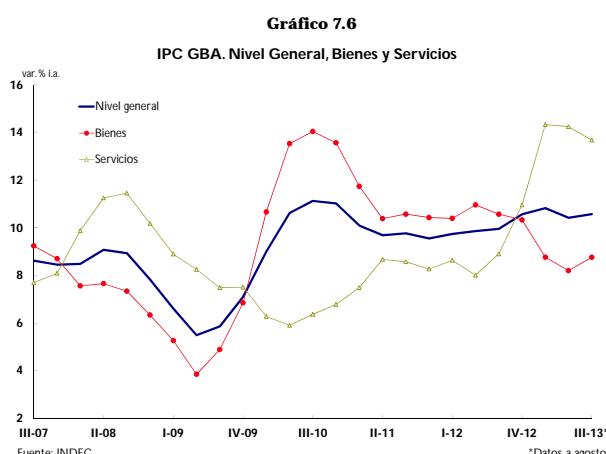
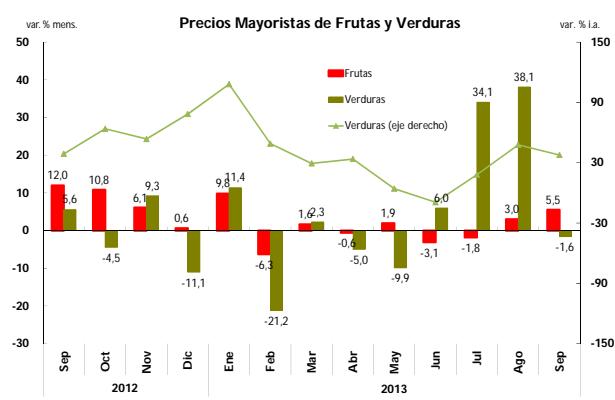
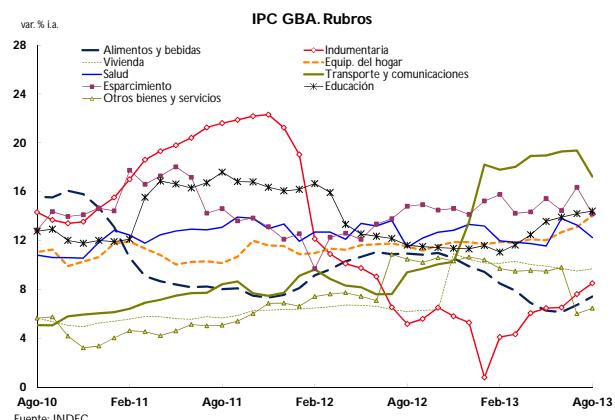
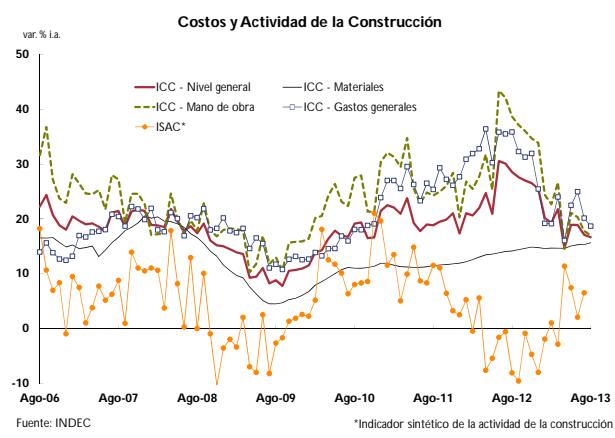


Gráfico 7.8

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Mercado Central

Gráfico 7.9

Fuente: INDEC

Gráfico 7.10

Fuente: INDEC

*Indicador sintético de la actividad de la construcción

canzado un mínimo en el segundo trimestre del año (ver Gráfico 7.7). En el periodo se verificó un mayor dinamismo en los precios de los productos de panificación, cereales y pastas y en los lácteos. A partir de agosto se adicionó el aumento en la tasa de crecimiento de las verduras producto de condiciones climáticas adversas que afectaron los cultivos, hecho que se reflejó en julio y agosto en las cotizaciones del Mercado Central (ver Gráfico 7.8). Si bien las carnes presentaron una mayor tasa de crecimiento a nivel mayorista, este comportamiento todavía no se trasladó a los precios minoristas. Así, el bajo dinamismo del precio al consumidor de las carnes redujo la presión sobre la evolución del nivel general de precios.

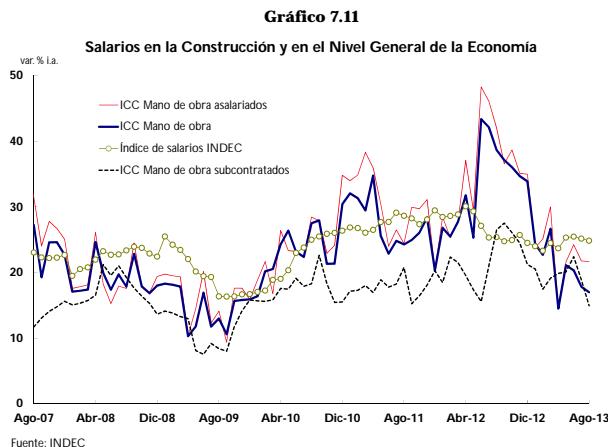
Otros bienes que ganaron dinamismo en el trimestre fueron los productos de limpieza que impactan en el capítulo de Equipamiento del hogar y los artículos de electrónica que afectan al rubro esparcimiento. Asimismo se observó en el período un mayor ritmo de alza en los precios de los combustibles para automóviles y de la indumentaria (ver Gráfico 7.9).

En lo que refiere a los servicios privados, se destacaron dentro del capítulo Esparcimiento los incrementos en los servicios de televisión prepaga junto con aumentos en servicios relativos al turismo, coincidiendo con el período de receso invernal y en los recreativos y culturales, como las entradas a parques y espectáculos; en estos últimos casos se advirtió una desaceleración en su trayectoria interanual. Asimismo, se registraron subas en el costo de la educación, donde impactó la reducción de los subsidios a algunos colegios de la Ciudad de Buenos Aires y el conurbano; la salud y en los servicios relacionados con el transporte automotor privado, como los de reparación y los estacionamientos.

7.4 Costos de la Construcción

Los costos de la construcción, medidos a través del Índice de Costo de la Construcción (ICC) del INDEC, continuaron exhibiendo cierta moderación en su ritmo de aumento interanual durante el tercer trimestre. Esta tendencia estuvo explicada básicamente por el desempeño del componente del costo de mano de obra (ver Gráfico 7.10).

En el período, las remuneraciones de los trabajadores asalariados se elevaron 21,7% i.a., registrando una merma en la tasa de 1,3 p.p. respecto al alza del primer semestre. Este comportamiento hubiera sido más acentuado si no se hubiera incluido en julio



y agosto el pago de las cuotas de la gratificación no remunerativas y extraordinarias que habitualmente negocia el sector. El resultado de la paritaria implicó una suba escalonada de 25% (aplicándose el primer tramo en junio y el segundo en noviembre): así, a diferencia de lo sucedido en 2012, que fue un aumento del 24% en un único tramo en junio, se esperaría que en el período agosto-octubre se continúe verificando una desaceleración en la tasa de variación interanual.

Por su parte, los valores de los subcontratos de mano de obra aumentaron en lo que va del tercer trimestre, aunque por debajo de lo observado en igual período del año previo, dando lugar a una desaceleración en la tasa de expansión interanual hasta 16,8% i.a. Dado este comportamiento y a pesar del menor dinamismo de los costos de la mano de obra asalariada, se amplió la brecha existente en el ritmo de expansión entre ambas categorías de trabajadores (ver Gráfico 7.11).

En el acumulado del año, el componente de Mano de obra del ICC registró un alza que se ubicó ligeramente por debajo de la del Índice de Salarios del INDEC (15,9% vs. 17,2% del Índice de Salarios).

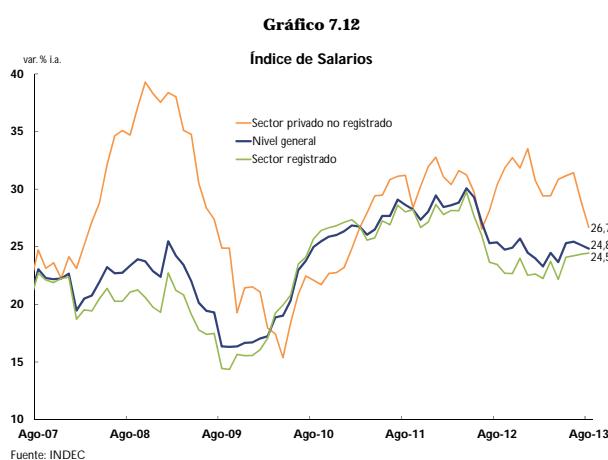
Los Gastos generales, que reflejan los precios de los distintos servicios de la construcción, redujeron recientemente su tasa de aumento interanual hasta 19,4%, ubicándose significativamente por debajo de las alzas verificadas el año previo, que en promedio fueron de 32,5% i.a.

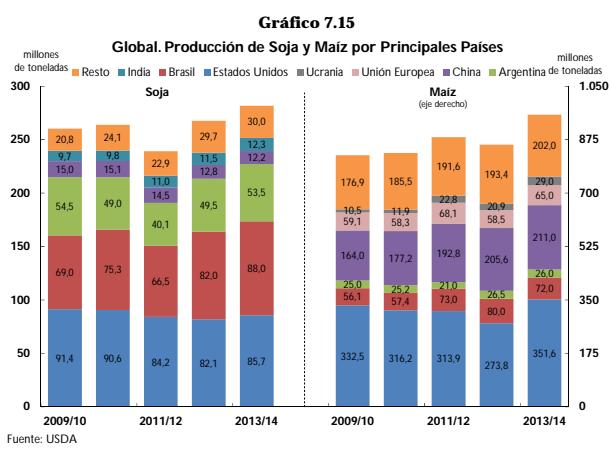
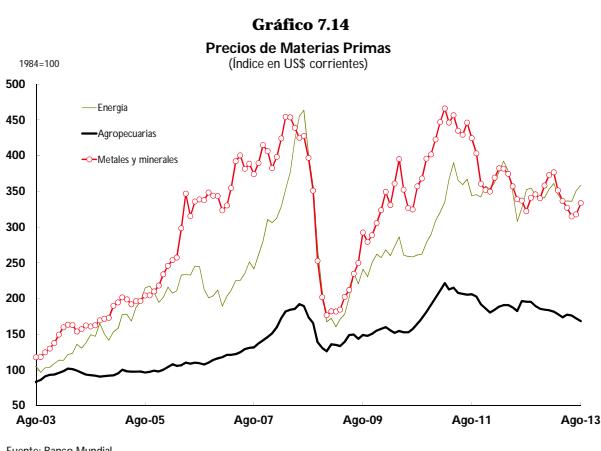
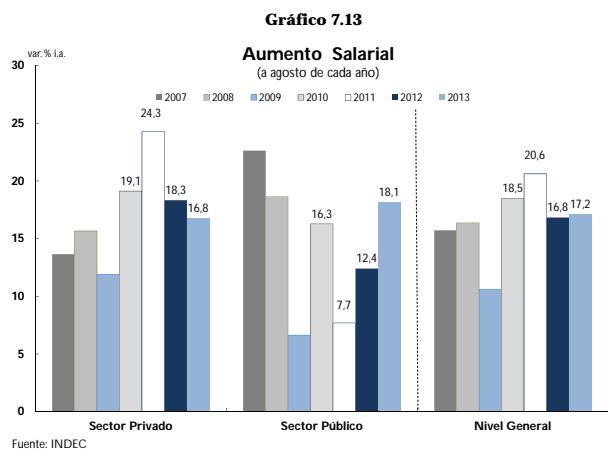
Finalmente, los precios de los Materiales mantuvieron un crecimiento en torno a 15% i.a.

7.5 Salarios

Los salarios nominales de la economía mantuvieron en lo que va del tercer trimestre una tasa de crecimiento relativamente estable, al ubicarse en 25,0% i.a. Las subas salariales del sector registrado promediaron un 24,4% i.a., en línea con el alza salarial pactada por la mayoría de los gremios (ver Gráfico 7.12). Para los próximos meses se prevé que la tasa de crecimiento i.a. se mantenga relativamente estable, producto del alcance de las negociaciones paritarias similares a las de 2012.

Las remuneraciones del sector privado total mantuvieron un alza interanual similar a la del nivel general (ver Gráfico 7.1). Dentro del sector privado los mayores incrementos mensuales se dieron en el





segmento registrado, cuya alza interanual a agosto fue de 24,7%. En tanto, los salarios del sector privado no registrado se elevaron en una magnitud inferior respecto de los niveles de los meses previos, ajustándose a la baja en términos interanuales hasta 26,7% en el octavo mes del año.

Las remuneraciones del sector público continuaron ganando dinamismo. Con el dato de agosto se redujo el diferencial con la tasa de crecimiento interanual de los salarios del sector privado hasta 1,4 p.p., cuando las remuneraciones públicas crecieron 23,8% i.a. (ver Gráfico 7.1). De hecho, las remuneraciones del sector privado registraron un alza de 16,8% desde diciembre pasado y las del sector público de 18,1%, comportamiento diferente al de los años previos, cuando el sector privado solía registrar incrementos superiores (ver Gráfico 7.13). Así, en el acumulado de 2013, el nivel general de salarios, según el Índice de Salarios del INDEC, tuvo una suba de 17,2%, lo que implica 0,3 p.p. por encima de la observada en igual lapso del año anterior.

7.6 Precios de las Materias Primas⁷¹

En el tercer trimestre del año los precios de los principales agrupados de *commodities* mostraron comportamientos mixtos. Mientras que los valores de los productos industriales no energéticos se mantuvieron relativamente estables, se elevó marcadamente el precio del petróleo crudo —en el marco de crecientes tensiones geopolíticas—, alcanzando un máximo en el trimestre de US\$111 por barril la variedad West Texas Intermediate (WTI) y de US\$117 la Brent. Por su parte, las materias primas agropecuarias continuaron verificando bajas, al ubicarse en agosto 4,5% por debajo del valor de fines del trimestre pasado (ver Gráfico 7.14). En particular, se destacaron desde fines de julio las significativas reducciones de las cotizaciones de los principales granos ante la expectativa de mayor producción de estos cultivos en los Estados Unidos.

Desde finales de julio las perspectivas de niveles récord de producción mundial de los principales granos generaron fuertes recortes en las cotizaciones del maíz y de la soja, y en menor medida, del trigo, con mínimos en el trimestre de US\$167, US\$472 y US\$252 por tonelada, respectivamente (ver Gráficos 7.2 y 7.15). A esto se sumó el efecto de una alta base de comparación, ya que la sequía estadounidense del año previo dio lugar a fuertes

⁷¹ Para mayor información remitirse al Panorama Global de *Commodities* del BCRA.

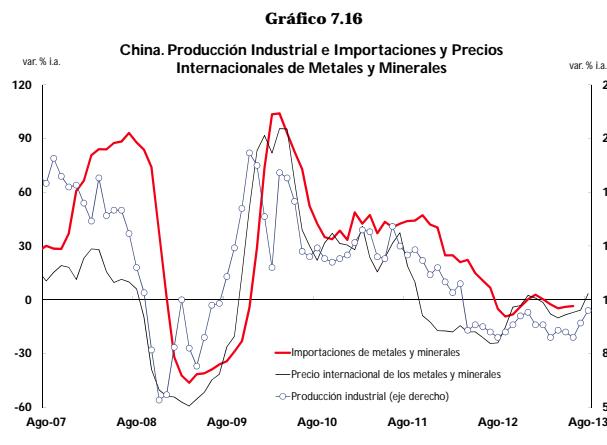
alzas en los precios de estos *commodities*, impactando básicamente a partir de julio de 2012. También influyó a la baja sobre estos precios el desarme de las posiciones de los agentes que operan en los mercados de activos financieros asociados a los *commodities* agrícolas, básicamente a raíz de las tensiones globales producto de la incertidumbre generada por el accionar de la autoridad monetaria de los Estados Unidos. De esta manera, al fin del tercer trimestre de 2013, el maíz se redujo 44% i.a., seguido por la soja y el trigo, que cayeron 20% i.a. y 16% i.a., respectivamente.

Cabe señalar que las estimaciones de los organismos especializados aún siguen arrojando una producción récord global y que los precios reflejan una elevada sensibilidad —en particular en los casos del maíz y la soja— frente a las diversas novedades, en un marco de reducidos stocks.

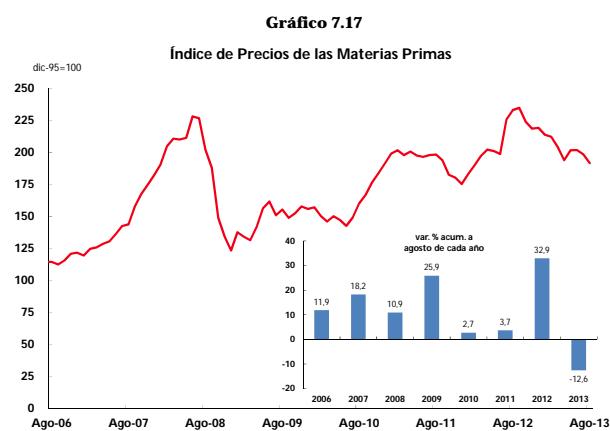
Por otro lado, en el caso de los metales y minerales, la evolución de la actividad económica global, y particularmente la demanda de insumos por parte de la industria china, siguió afectando sus cotizaciones. Pese a la reciente recuperación parcial de la actividad manufacturera del país asiático, los precios del acero y del aluminio aún verifican caídas de 5,3% i.a. y 1,5% i.a., respectivamente, aunque registrándose recortes en sus contracciones en los últimos meses (ver Gráfico 7.16).

En el acumulado del año, en un contexto en el que el dólar estadounidense se apreció cerca de 3% respecto de las monedas de sus principales socios comerciales y en el que la economía global siguió mostrando un débil desempeño, las cotizaciones de los metales y minerales y de las materias primas agropecuarias cayeron 6,9% y 8,7%, respectivamente. En tanto, en un marco de mayor conflictividad socio-política en algunos países de Medio Oriente y del Norte de África, el agrupado de precios de la energía mostró un alza desde inicios de 2013, de 5,1%.

En este contexto, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA —que refleja la evolución ponderada de las cotizaciones de los productos primarios más relevantes en las exportaciones argentinas— acumuló una caída de 12,6% en los primeros ocho meses del año y de 18% i.a. (ver Gráfico 7.17). De todas formas, desde una perspectiva histórica, el índice se mantiene en niveles relativamente elevados.



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



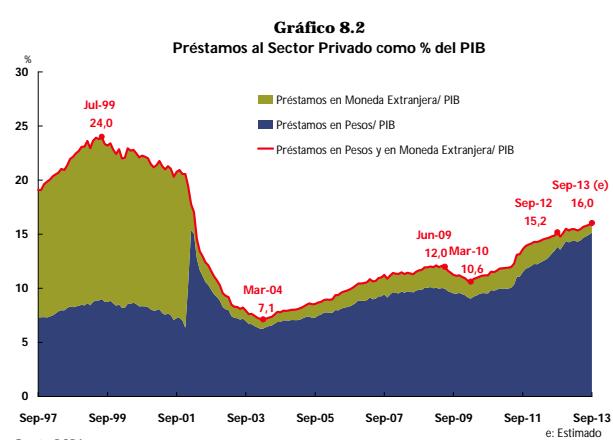
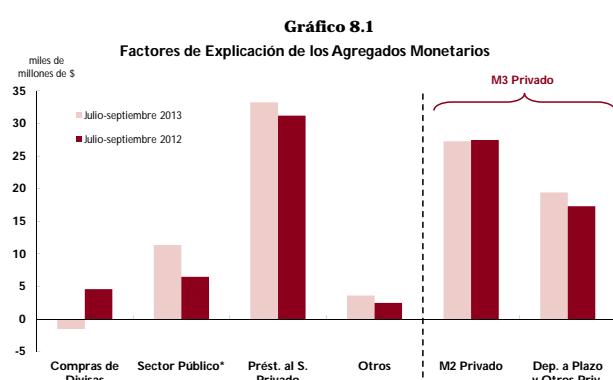
Fuente: BCRA

8 Política Monetaria y Mercado de Activos

A lo largo del tercer trimestre de 2013, los agregados monetarios en pesos mantuvieron su ritmo de crecimiento interanual relativamente estable. El agregado en pesos más amplio (M3) mostró en septiembre una variación interanual (i.a.) de 29%, y el M3 privado de 31,5%. La expansión monetaria observada tanto en el trimestre como en lo que va del año estuvo principalmente explicada por el crecimiento de los préstamos en pesos al sector privado. También contribuyeron las operaciones con el sector público, mientras que la intervención del Banco Central en el mercado cambiario generó un efecto contractivo. Si bien todos los componentes del M3 privado registraron incrementos, se destacaron por su dinamismo los depósitos a plazo fijo que crecieron 10,1% en el trimestre (40,9% i.a.), lo que resulta un ritmo históricamente elevado.

El total de préstamos (pesos y moneda extranjera) al sector privado registró en septiembre de 2013 un crecimiento de 32,7% i.a., alcanzando un ratio respecto al PIB de 16%, lo cual implica un aumento de casi 1 punto porcentual (p.p.) respecto a un año atrás y de más de 5 p.p. desde la recuperación iniciada a principios de 2010. En particular, los préstamos en pesos se elevaron 37,5% i.a., favorecidos por las políticas del Banco Central de impulso a la actividad productiva a través de la “Línea de Créditos para la Inversión Productiva” y del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario, y por los cambios normativos del requisito de efectivo mínimo para estimular el crédito a Micro, Pequeñas y Medianas Empresas y las economías regionales. Estas iniciativas conjuntamente con el proceso de sustitución entre monedas alentaron el financiamiento en pesos a las empresas, que continúa creciendo por encima del crédito orientado a financiar a las personas físicas. Entre las diversas actividades económicas se aprecia una mayor expansión del crédito a la industria manufacturera, sector que concentra el mayor volumen de desembolsos de las líneas oficiales promocionadas.

Mediante la Comunicación “A” 5471 el BCRA dispuso, a partir de agosto, una nueva deducción de la exigencia de encajes en función de los retiros de efectivo realizados a través de los cajeros automáticos que posee cada entidad. Esta deducción es mayor si el cajero está ubicado en una zona geográfica con menor grado de desarrollo y bancarización y, también es mayor para los cajeros ubicados fuera de las casas operativas de la entidad que para aquellos ubicados dentro de las sucursales. La medida generó una reducción de la exigencia equivalente a 0,4% del total de los depósitos en pesos y está destinada a estimular la instalación y reposición de efectivo en los cajeros que están disponibles para todo el público y en las zonas de menor atención relativa.



8.1 Política Monetaria⁷²

Agregados Monetarios

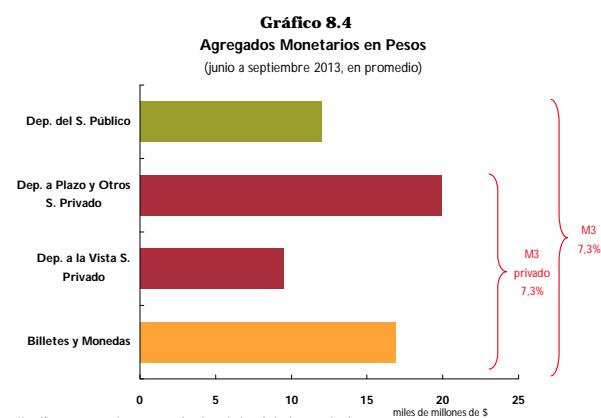
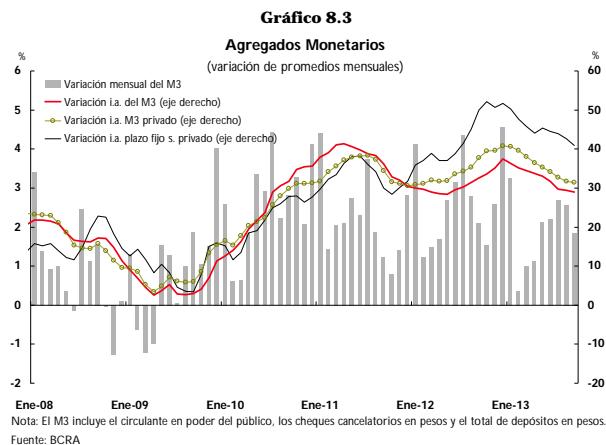
Los agregados monetarios en pesos mantuvieron su ritmo de crecimiento interanual (i.a.) relativamente estable a lo largo del tercer trimestre de 2013. El agregado en pesos más amplio (M3⁷³) cerró septiembre con una suba de 29% i.a. En el mismo período, el M3 privado registró un crecimiento de 31,5% i.a. (ver Gráfico 8.3).

En el tercer trimestre, el M3 privado aumentó 7,3% (\$46.200 millones) y, al igual que en los últimos años, su alza estuvo principalmente explicada por el crecimiento de los préstamos en pesos al sector privado, los cuales mantuvieron un significativo dinamismo, propiciado por las políticas del BCRA destinadas a favorecer el financiamiento a la actividad productiva. También contribuyeron a la expansión monetaria las operaciones con el sector público, mientras que la intervención del Banco Central en el mercado cambiario generó un efecto contracíclico (ver Gráfico 8.1).

En el trimestre todos los componentes del M3 privado registraron incrementos, sin embargo, se destacaron particularmente, los depósitos a plazo fijo que crecieron 10,1% (40,9% i.a.), lo que representa un ritmo históricamente elevado (ver Gráfico 8.4). Dicho comportamiento determinó que los depósitos a plazo siguieran ganando participación dentro del agregado amplio privado —en septiembre de 2013 representaron el 31% del total—. Si bien el aumento fue de similar magnitud para los segmentos mayorista (de \$1 millón y más; 9,7%, \$10.200 millones) y de menos de \$1 millón (10,6%, \$9.600 millones), estos últimos registraron el mayor incremento trimestral de los últimos años (ver Gráfico 8.5).

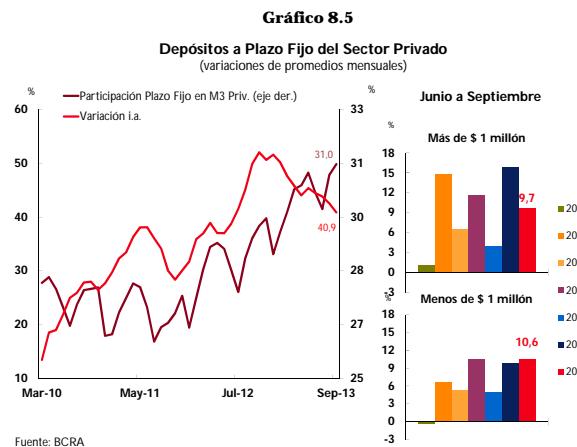
Por su parte, los depósitos del sector público en pesos se incrementaron 7,2% en el trimestre, con crecimiento tanto de las colocaciones a la vista (\$10.400 millones) como de las imposiciones a plazo fijo (\$1.200 millones).

Por el contrario, entre junio y septiembre los depósitos en moneda extranjera experimentaron una disminución de 1,8%, con reducciones en las colocaciones del sector privado que resultaron parcialmente compensadas por el aumento en las imposiciones del sector público.



⁷² Excepto que se indique lo contrario, las cifras a las que se hace referencia son promedios mensuales de datos diarios.

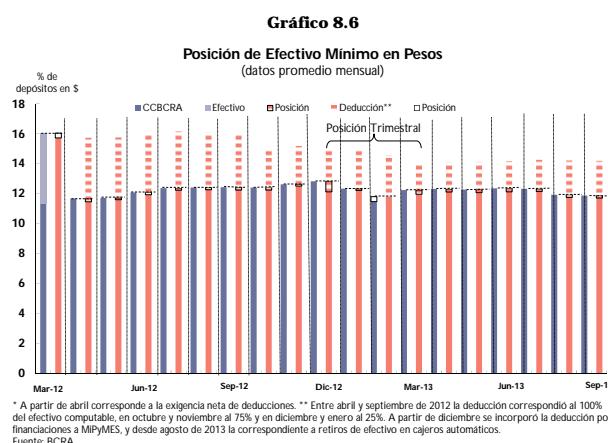
⁷³ Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos en pesos.



Mediante la Ley 26860 se estableció un nuevo régimen para la exteriorización voluntaria de la tenencia de moneda extranjera en el país y en el exterior⁷⁴. En ese marco, se creó un nuevo medio de pago e instrumento financiero para la realización de inversiones inmobiliarias, el Certificado de Depósito para Inversión (CEDIN). A través de este instrumento se busca canalizar los recursos ociosos en moneda extranjera del sector privado hacia la actividad inmobiliaria.⁷⁵

Durante los primeros tres meses de vigencia de este régimen, se suscribieron 8.046 instrumentos, por un monto total de US\$342 millones. Parte de estos certificados ya han sido cancelados, previa acreditación de la aplicación del CEDIN a los destinos admitidos (ver Com. "A" 5447). Así, al mes de septiembre el monto de certificados en circulación asciende a US\$272 millones. Cabe señalar que, con la finalidad de permitir que una mayor cantidad de sujetos interesados que por razones operativas no pudieron hacerlo, el 30 de septiembre se prorrogó por tres meses el vencimiento del plazo para adherirse al régimen de exteriorización de capitales.

Finalmente, el agregado más amplio, M3*, que incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios y CEDINes en circulación, y el total de depósitos en pesos y en moneda extranjera (expresados en pesos), aumentó en el trimestre 7,2% (\$61.200 millones; 28,1% i.a.).



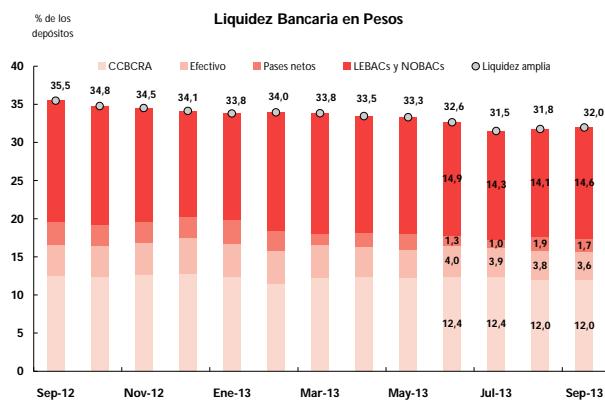
Liquidez Bancaria y Expansión Primaria

La base monetaria se expandió 6% (\$18.770 millones) durante el tercer trimestre respecto del anterior lo que implicó un incremento interanual a septiembre de 26%. Entre los factores de creación primaria de dinero entre julio y septiembre se destacan las operaciones con el sector público. Por el lado de la demanda de base, se distinguen los billetes y monedas en poder del público que se incrementaron 7,9% (\$16.860 millones) y, en menor medida, los saldos en cuenta corriente de las entidades financieras en el BCRA (3,6%, \$2.600 millones), mientras que las tenencias de efectivo de las entidades financieras se mantuvieron prácticamente estables.

⁷⁴ El 30 de septiembre pasado se dispuso la prórroga de los plazos previstos en la Ley 26860 hasta el 31 de diciembre de 2013.

⁷⁵ Adicionalmente, se autorizó la emisión de otros dos instrumentos: el Bono Argentino de Ahorro para el Desarrollo Económico (BAAD-E) y el Pagaré de Ahorro para el Desarrollo Económico, los cuales están destinados, exclusivamente, a la financiación de proyectos de inversión pública en sectores estratégicos, como infraestructura e hidrocarburos. Al mes de septiembre, el monto emitido de estos títulos alcanzó a US\$ 42 millones.

Gráfico 8.7

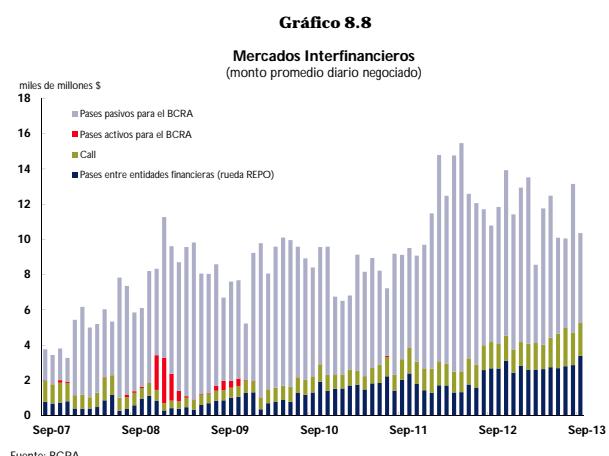


El menor aumento registrado en los saldos de las cuentas corrientes de las entidades financieras en el Banco Central estuvo relacionado con la nueva normativa (Comunicación “A” 5471) que dispuso, a partir de agosto, una deducción de la exigencia de encajes en función de los retiros de efectivo realizados a través de los cajeros automáticos que posee cada entidad. La medida busca estimular la instalación de cajeros que sean abiertos al público en general (no exclusivos para los clientes de cada entidad), y en localidades más alejadas de los conglomerados urbanos y de menor desarrollo relativo. Por lo tanto, la deducción es mayor si el cajero está ubicado en una zona geográfica con menor grado de desarrollo y bancarización y, también es mayor para los cajeros ubicados fuera de las casas operativas de la entidad que para aquellos ubicados dentro de las sucursales. La medida generó una reducción de la exigencia de efectivo mínimo equivalente a 0,4% del total de los depósitos en pesos (ver Gráfico 8.6).

Entre julio y septiembre, el excedente de liquidez fue esterilizado mediante operaciones de regulación monetaria (colocación neta de LEBAC, NOBAC y concertación de pases), que tuvieron un efecto monetario contractivo de \$5.100 millones.

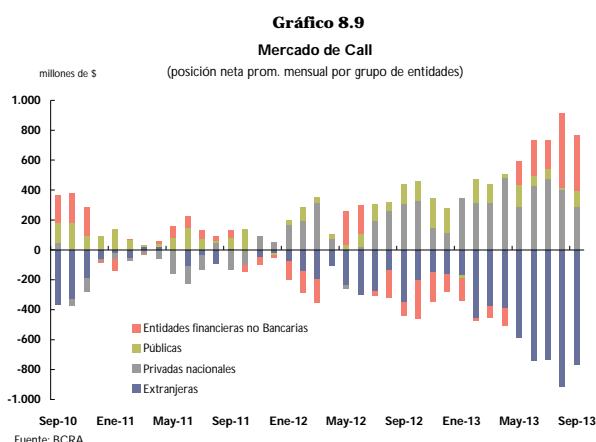
A pesar del aumento de las tenencias de LEBAC y NOBAC y pases por parte de las entidades financieras, y dado el mayor aumento de los depósitos, el ratio de liquidez amplia (efectivo en bancos, cuenta corriente en el BCRA, pases con el BCRA y tenencia de LEBACs y NOBACs⁷⁶) de las entidades financieras se redujo 0,7% respecto de junio para ubicarse en 32%, nivel que continúa siendo sumamente holgado. Los principales cambios en la composición del ratio de liquidez tienen que ver con la reducción de la proporción de las cuentas corrientes de las entidades en el Banco Central, producto del cambio mencionado en la normativa del régimen de Efectivo Mínimo que comenzó a regir a partir de agosto, y con la reducción en la proporción de las tenencias de LEBACs y NOBACs (ver Gráfico 8.7).

Por último, para el segmento en moneda extranjera, la liquidez continuó elevada y con tendencia creciente (118,3% de los depósitos en dólares en septiembre, 14,3 puntos porcentuales —p.p.— superior a la de junio). Esto se explica porque parte de la caída de los depósitos en dólares se atendió, en lugar de reduciendo la liquidez bancaria en moneda extranjera, mediante la cancelación neta de préstamos —continuando la sustitución de financiaciones en mo-



⁷⁶ Las tenencias de LEBAC y NOBAC, para el cálculo del ratio de liquidez, se valúan a valor efectivo.

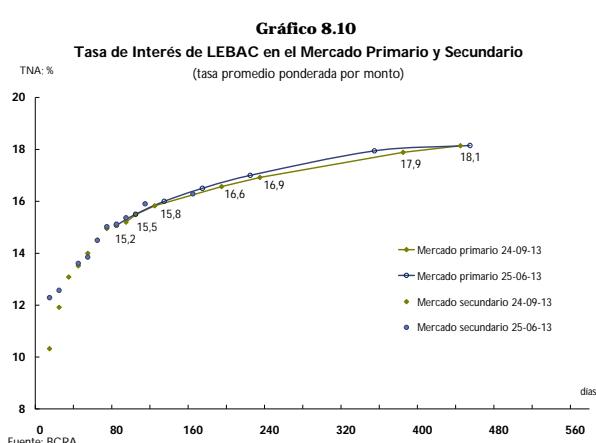
neda extranjera por financiaciones en moneda nacional que se observó en los últimos meses—.



Tasas de interés⁷⁷

Durante el tercer trimestre del año el Banco Central mantuvo estables las tasas de interés de sus operaciones de pase (en 9,0% y 9,5% para los pases pasivos a 1 y 7 días de plazo, y en 11,0% y 11,5% para las de sus pases activos a 1 y 7 días de plazo, respectivamente). El saldo promedio de pases pasivos para el Banco Central, incluyendo todas las modalidades de operaciones en la que esta institución participa, se incrementó 28,3% y se ubicó en \$14.892 millones (ver Gráfico 8.8).

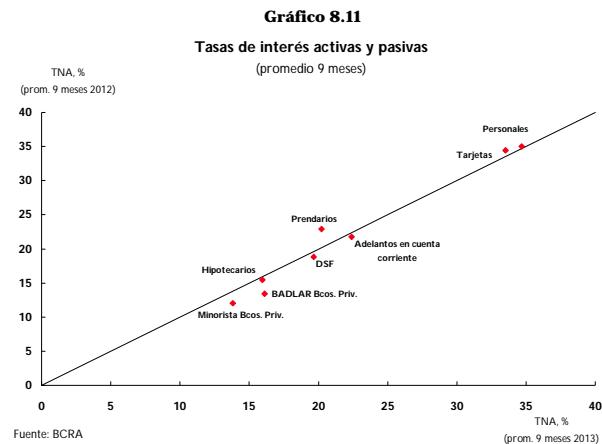
En este contexto, la tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil del mercado interfinanciero no garantizado (*call*) se redujo 1,1 p.p. respecto a la registrada a fines del trimestre previo y se ubicó en 12%. Asimismo, la tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil entre entidades financieras en el mercado garantizado (rueda REPO) disminuyó 0,7 p.p., situándose también en 11,7%. En los últimos meses se acentuó la tendencia que se venía esbozando con respecto a la posición neta registrada por cada grupo de entidades en el mercado de *call*, donde las entidades financieras no bancarias y las entidades privadas nacionales son los principales oferentes de fondos, mientras que las entidades extranjeras son las receptoras netas (ver Gráfico 8.9).



Las tasas de interés de corte de las LEBAC en el mercado primario permanecieron estables. Al finalizar el trimestre las tasas de interés de las LEBAC de plazos más cortos (80 y 100 días —a tasa de corte pre-determinada—) se ubicaron en 15,2% y 15,5%, respectivamente, mientras que la tasa de interés de corte de más larga duración, licitada a 430 días, se situó en 18,1% (ver Gráfico 8.10). En el trimestre no se adjudicaron especies a tasa variable. En cambio, en el mercado secundario las tasas de interés de LEBAC se redujeron, siguiendo la tendencia registrada en las tasas de mercado interfinanciero. Se trata principalmente de las especies de menor plazo residual que las que licita regularmente el BCRA.

A lo largo de 2013, las tasas de interés, tanto activas como pasivas en el sistema bancario, se mantuvieron en niveles cercanos a los observados durante 2012. Entre las tasas de interés pasivas, tanto el promedio de los primeros nueve meses del año de la BADLAR

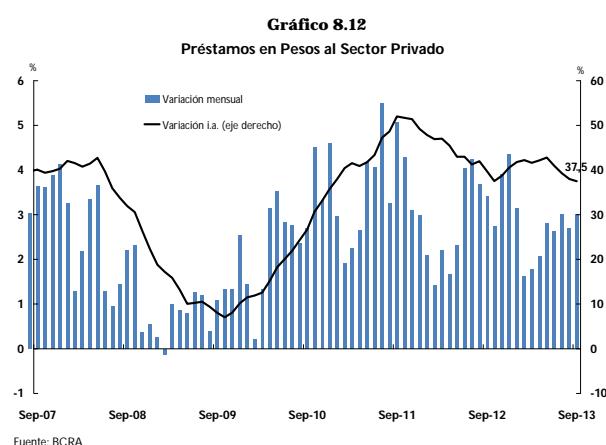
⁷⁷ Las tasas de interés que se mencionan en esta sección se refieren a tasas nominales anuales (TNAs).



de bancos privados —tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo en pesos de \$1 millón y más de 30-35 días de plazo— como el de aquella aplicada al segmento minorista (hasta \$100.000) estuvieron ligeramente por encima del promedio registrado para el mismo período de 2012. En el caso de los préstamos, se observaron tasas de interés virtualmente sin cambios en los primeros nueve meses de 2013 respecto al mismo período del año anterior. Adicionalmente, se destaca que estas tasas de interés se ubican en niveles significativamente por debajo de las tasas de interés aplicadas sobre los préstamos al consumo. Por su parte, entre las líneas con garantía real, se destaca la disminución de la tasa de interés aplicada sobre los préstamos con garantía prendaria, que exhibió una tendencia descendente casi ininterrumpida desde comienzos de 2012, mientras que la tasa de interés cobrada por los préstamos hipotecarios se mantuvo en el mismo nivel del año anterior (ver Gráfico 8.11).

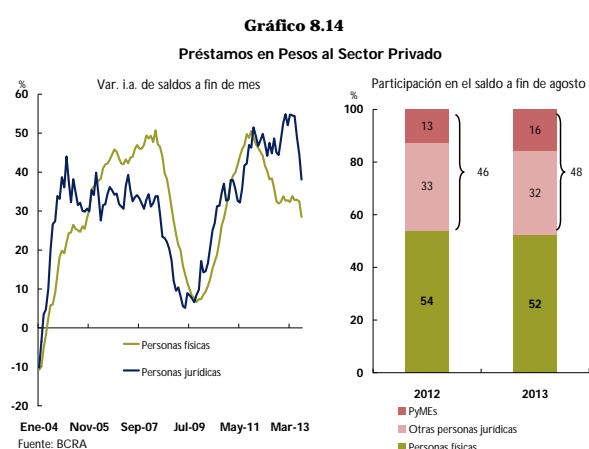
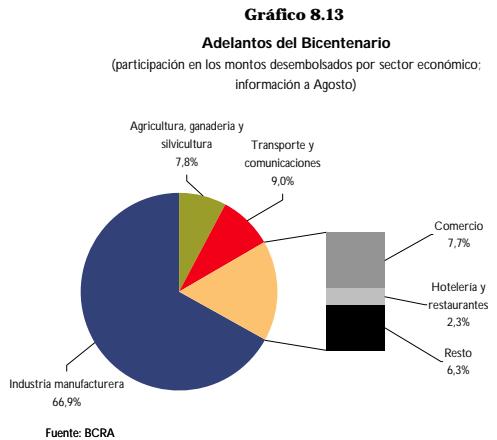
Políticas de Financiamiento Productivo y Crédito al Sector Privado⁷⁸

Durante el tercer trimestre del año, el BCRA continuó con las políticas de estímulo al crédito productivo, a través del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB) y de la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP). Gracias a estas iniciativas y en parte también al proceso de sustitución de financiamiento previamente otorgado en moneda extranjera por financiamiento en pesos, los préstamos en pesos al sector privado continuaron mostrando un elevado crecimiento. La tasa de variación interanual del crédito al sector privado en septiembre se ubicó en 37,5% (ver Gráfico 8.12). En el trimestre, los préstamos en pesos al sector privado se incrementaron \$34.600 millones, registrando el mayor aumento trimestral del año.



En julio comenzó la tercera etapa de la LCIP, la cual establece una meta de casi \$20.000 millones. Al igual que en las dos etapas anteriores, al menos la mitad de ese monto deberá ser otorgado a Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs). Se incluye en esta oportunidad la posibilidad de financiación del capital de trabajo asociado a la inversión productiva de MiPyMEs por hasta un 20% del monto total del proyecto. En cuanto a las condiciones de los préstamos, la tasa de interés será del 15,2% y el

⁷⁸ Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros que, si bien alteran los saldos contables, no afectan al financiamiento otorgado.



plazo mínimo permanecerá en 3 años⁷⁹. El tercer trimestre es el primero de esta nueva etapa, período en el cual se destacan las operaciones que fueron acordadas en la anterior (Comunicación “A” 5380) pero que no llegaron a desembolsarse. Desde que se puso en marcha la LCIP se llevan desembolsados cerca de \$40.000 millones, de los cuales alrededor del 54% se asignó a MiPyMEs. Con el cumplimiento de la etapa vigente se estima que se habrá otorgado financiamiento por casi \$55.000 millones mediante esta modalidad para fines de año.

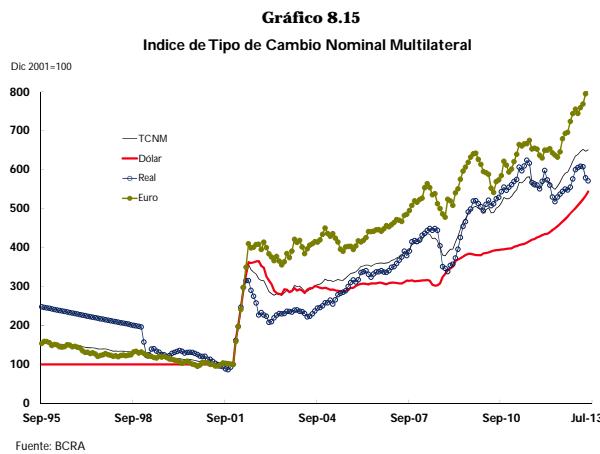
Durante el tercer trimestre del año el Banco Central continuó licitando fondos en el marco del PFPB. En el período se realizaron dos licitaciones, a través de las cuales se adjudicaron \$709 millones (\$159 millones en agosto y \$550 millones en septiembre). Así, el total adjudicado desde que comenzó el PFPB asciende a \$7.630 millones. Los recursos efectivamente desembolsados al mes de septiembre representaron alrededor del 73% de lo adjudicado, siendo el principal destino de estos fondos el financiamiento a la industria manufacturera (ver Gráfico 8.13).

El positivo efecto de las políticas de orientación del crédito queda de manifiesto al discriminar los préstamos en moneda doméstica al sector productivo según la actividad económica principal del deudor. Desde mediados de 2012 se observa una creciente participación del financiamiento a la industria manufacturera, sector que concentra la mayor parte de los fondos otorgados a través de las políticas de estímulo al crédito productivo. La última información disponible desagregada por rama de actividad —correspondiente a junio de 2013⁸⁰— indica que los préstamos en pesos a la industria representan el 31% del total, elevándose casi 3 p.p. respecto a junio de 2012. Como contrapartida, el financiamiento al sector servicios ha perdido participación al contabilizar cerca del 28% del total, frente a 31% de mediados del año previo.

Algo similar se aprecia al discriminar los préstamos por el tipo de titular que recibe el crédito. En efecto, los préstamos en pesos destinados a financiar a las personas jurídicas han continuado creciendo por encima de los destinados a las personas físicas. De acuerdo a la última información disponible, en agosto de 2013 han presentado una tasa de variación interanual de 38,1% y 28,5%, respectivamente. Como consecuencia, los préstamos a las personas jurídicas han incrementado su participación en el saldo

⁷⁹ Ver Comunicación “A” 5449.

⁸⁰ Se trata de la información publicada en el Boletín estadístico del BCRA.



de créditos en pesos al sector privado, pasando de representar aproximadamente el 46% del total en 2012 a 48% en agosto de este año. Cabe destacar que han sido las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) las que han ganado participación dentro de los préstamos en pesos al sector privado, mientras que las grandes empresas habrían reducido su participación (ver Gráfico 8.14).

Los préstamos en moneda extranjera al sector privado, destinados fundamentalmente a la prefinanciación de exportaciones, registraron una nueva disminución en el tercer trimestre del año (13,9%). Cabe mencionar que parte de este financiamiento se ha venido canalizando a través de operaciones en moneda doméstica.

Reflejando todos los factores referidos, el total de préstamos (pesos y moneda extranjera, expresado en pesos) al sector privado registró en septiembre de 2013 un crecimiento de 32,7% interanual, alcanzando un ratio respecto al PIB de 16%, lo cual implica un aumento de casi 1 p.p. respecto a un año atrás y de más de 5 p.p. desde principios de 2010 (ver Gráfico 8.2). Pese a los importantes avances realizados en los últimos años, los niveles de préstamos respecto al PIB continúan siendo reducidos, tanto en términos históricos como regionales lo que justifica la existencia de políticas destinadas a profundizar el canal del crédito de la economía.

Reservas Internacionales y Mercado Cambiario

Durante el tercer trimestre de 2013 el peso continuó depreciándose respecto al dólar estadounidense y al euro, y revirtió la apreciación respecto al real observada en el trimestre previo. Las cotizaciones promedio de septiembre de 2013 fueron 5,70 \$/US\$, 7,7 \$/€, y 2,5 \$/Real, respectivamente, lo que implicó, una variación entre julio y septiembre de 7,7%, 8,9% y 2,7%, para cada caso. Considerando un grupo más amplio de socios comerciales, se observa que el Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral aumentó en agosto respecto a junio 2% (ver Gráfico 8.15).

En el período bajo análisis se observó un importante incremento en los montos operados en los mercados de futuros de tipo de cambio. El monto promedio negociado diariamente en el mercado a futuro (ROFEX) fue de alrededor de \$1.500 millones.

El BCRA resultó ser vendedor neto en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) por US\$1.600



Gráfico 8.17

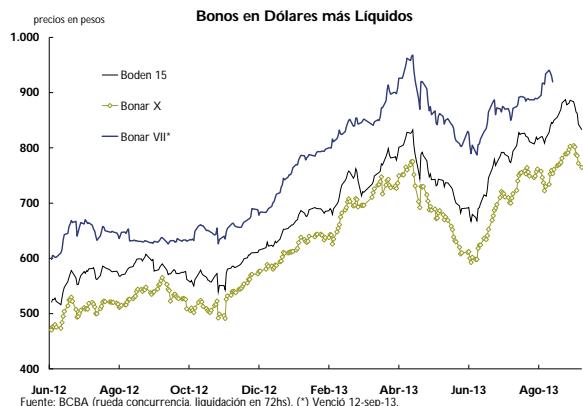
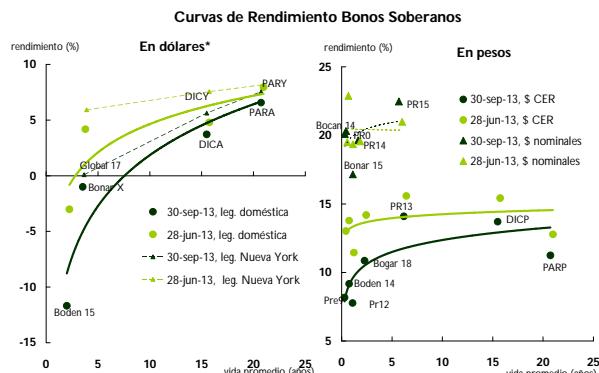


Gráfico 8.18



millones. Entre los servicios de deuda en moneda extranjera atendidos por el Gobierno Nacional durante el trimestre, se destaca el pago de capital e intereses del BONAR 2013 (BONAR VII). Cabe destacar que en agosto se integraron con reservas de libre disponibilidad el Fondo de Desendeudamiento Argentino y el Fondo de Pago a Organismos Internacionales. Entre otros efectos de menor impacto sobre las Reservas internacionales, se produjo una revalorización de algunos activos que la componen, lo que compensó parcialmente la disminución generada por los pagos de los servicios de deuda y por la venta de divisas en el mercado cambiario. Así, el nivel de las Reservas internacionales registró una caída de US\$2.264 millones (6,1%), llevando el saldo a US\$34.741 millones (ver Gráfico 8.16).

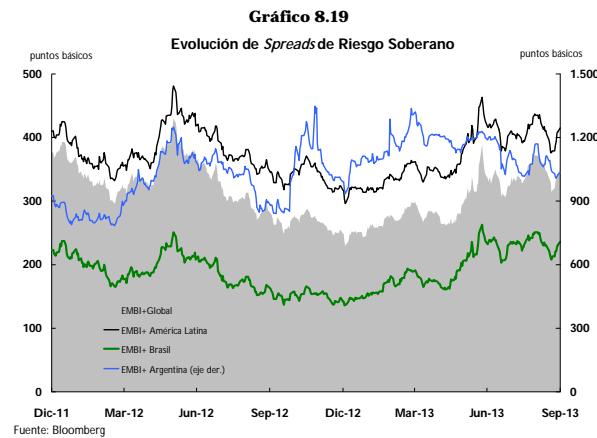
8.2 Mercado de Activos

En el tercer trimestre los precios de los títulos públicos y las acciones en las plazas locales tuvieron marcadas mejoras, tendencia que fue mayormente sostenida durante todo el período y que significó una recuperación respecto de los retrocesos que se habían verificado en mayo y junio. Asimismo, las financiaciones canalizadas a través del mercado de capitales continuaron a buen ritmo, impulsadas por las colocaciones en pesos. En el período se destacaron los fideicomisos financieros y los bonos colocados por entidades financieras. Cabe mencionar que durante el trimestre se reglamentó la nueva Ley de Mercados de Capitales. Esta norma, junto con la reforma de la Carta Orgánica del BCRA, se enmarca dentro de los esfuerzos de la Argentina para fortalecer la regulación y supervisión del sector financiero (Ver Apartado 5).

Las cotizaciones de los títulos públicos en las plazas locales tuvieron en general un desempeño positivo en el trimestre, que fue generalizado en los distintos segmentos, más acentuado entre los instrumentos denominados en dólares. Los precios de los bonos en dólares que se operan en moneda doméstica —las operaciones de mayor liquidez en la plaza local⁸¹— acumularon mejoras, recuperándose de los retrocesos registrados desde mediados de mayo hasta fin de junio y retomando la tendencia de los primeros tres meses del año⁸² (ver Gráfico 8.17). Como correlato de la suba en los precios, los retornos de estos instrumentos se

⁸¹ Se trata de operaciones concertadas en pesos. Se destaca que desde mediados de julio prácticamente no hubo operaciones con estos instrumentos concertadas en dólares (en base a información de la rueda concurrencia de Bolsa de Comercio de Buenos Aires —BCBA—).

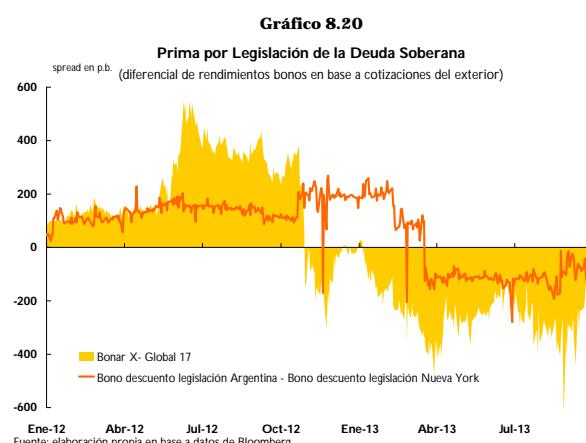
⁸² Hacia fines de septiembre, no obstante, se advirtió una disminución aunque no afectó en el saldo positivo de las cotizaciones en el trimestre.



recortaron en forma generalizada⁸³. Entre los bonos en pesos con ajuste por CER y en pesos nominales, los precios también mejoraron y consecuentemente los rendimientos se recortaron en promedio 300 puntos básicos —p.b.— y 50 p.b. a lo largo de las respectivas curvas⁸⁴; ver Gráfico 8.18). Por último, para las Unidades Vinculadas al PIB, las cotizaciones (en pesos) en la plaza local repuntaron significativamente desde fines de junio⁸⁵ como consecuencia de los nuevos datos sobre el crecimiento de la economía. Si bien tuvieron un recorte en la segunda mitad de agosto, acumularon en el trimestre una suba de más de 45% en promedio para las especies denominadas en dólares y de casi 15% para la especie en pesos.

Con respecto a los montos negociados en instrumentos de renta fija en los mercados locales, ascendieron a casi \$3.800 millones en promedio por día⁸⁶ en el tercer trimestre, mostrando un avance leve respecto a lo negociado en el primer semestre (8%), aunque con un incremento interanual de más de 80%.

Entre julio y septiembre, el efecto combinado de la baja en los rendimientos de los bonos soberanos en dólares con legislación internacional (en base a cotizaciones del exterior) y del aumento de los retornos de los bonos del tesoro norteamericano de largo plazo, tuvo como resultado una contracción en el diferencial de riesgo soberano de la deuda argentina, medido por el EMBI+⁸⁷ (ver Gráfico 8.19). Este mostró un patrón cambiante en el trimestre, explicado mayormente por el desempeño de los bonos en dólares en el exterior: si bien acumularon una baja en los retornos en el período (aunque manteniéndose sustancialmente por encima de los niveles que se observaban antes de conocerse el fallo de octubre de 2012), tuvieron picos de volatilidad, en particular en virtud de las novedades que se conocieron a fin de agosto respecto al litigio judicial que mantienen en EE.UU. los llamados fondos buitres⁸⁸. Así, el EMBI+ de la Argentina finalizó el trimestre con una contracción de unos 160 p.b. en hasta un nivel de 1.035 p.b. Por otro lado, dado el diferente desempeño de los precios de los bonos en dólares según el tipo de le-



⁸³ Calculados utilizando el tipo de cambio mayorista para convertir a dólares las cotizaciones en pesos.

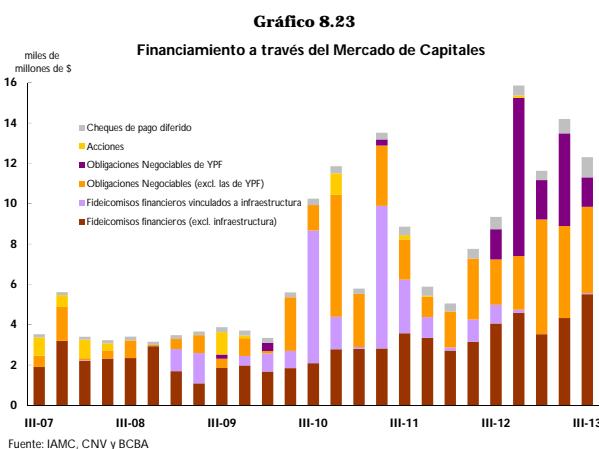
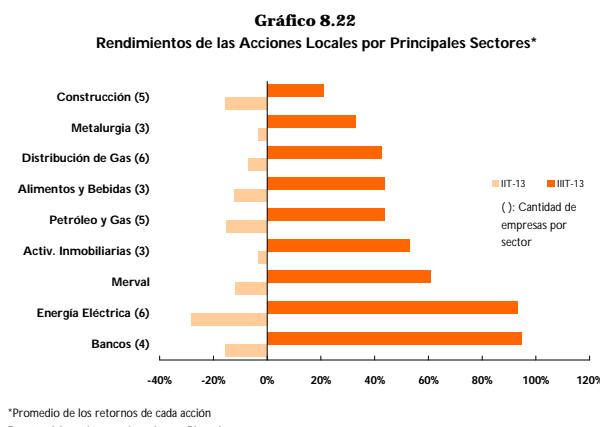
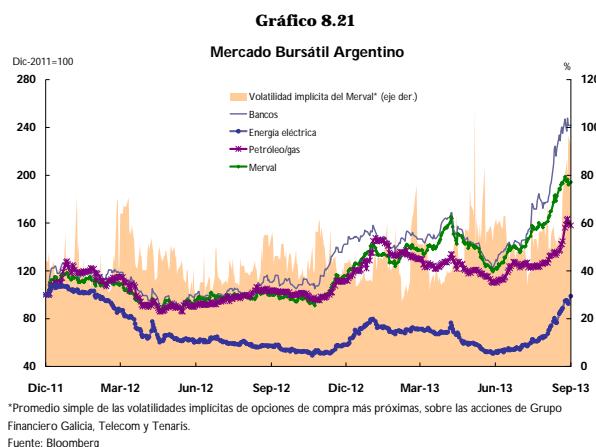
⁸⁴ Aunque con cierta heterogeneidad entre los instrumentos en pesos nominales —en algunos casos se dieron aumentos leves—.

⁸⁵ En el primer semestre del año los precios habían experimentado una mayor volatilidad, en especial en las especies en dólares, aunque acumulaban mejoras (de más de 5% en promedio para las especies en dólares y de casi 30% para la especie en pesos).

⁸⁶ En base a montos de BCBA y MAE, incluye títulos públicos del Gobierno Nacional, LEBAC y NOBAC, títulos provinciales, ON y otros.

⁸⁷ Indicador elaborado por J.P. Morgan, que toma en cuenta los retornos de los títulos públicos soberanos en dólares con legislación Nueva York en base a cotizaciones del exterior, utilizando como ponderación un criterio propio en base a la liquidez en el mercado secundario.

⁸⁸ Cabe mencionar que considerando en conjunto las reestructuraciones de 2005 y de 2010 ya se ha canjeado exitosamente el 93% de la deuda que entró en cesación de pagos en 2001. En este sentido, los montos implicados en este litigio sólo representan una parte muy pequeña respecto del total de la deuda reestructurada.



gislación⁸⁹ —doméstica o de Nueva York—, en el trimestre se mantuvo en terreno negativo la prima de rendimientos entre estos dos segmentos de instrumentos (ver Gráfico 8.20).

Con respecto al mercado bursátil local, desde fines de junio el Merval registró una marcada recuperación, al tiempo que la volatilidad estuvo en ascenso. El índice revirtió la tendencia negativa que se observó en el segundo trimestre del año (que había borrado casi en su totalidad las ganancias computadas en los primeros tres meses). Así, medido en pesos el Merval avanzó 61% desde fines de junio y acumula en lo que va del año un incremento de 68% (ver Gráfico 8.21). Aunque las subas se extendieron entre todos los sectores, las cotizaciones de los papeles vinculados al sector bancario fueron las que registraron los mayores incrementos, seguidas por aquellas ligadas a la energía eléctrica (en ambos casos casi duplicando el valor de junio; ver Gráfico 8.22). Este desempeño fue acompañado por un fuerte incremento del volumen de transacciones: el promedio diario negociado se ubicó en \$78 millones en el trimestre (con varias jornadas que superaron los \$100 millones), frente a un promedio de \$55 millones del primer semestre del año.

En el período julio-septiembre continuaron en buen nivel las financiaciones a través del mercado de capitales, con \$12.300 millones entre obligaciones negociables, fideicomisos financieros y cheques de pago diferido (ver Gráfico 8.23). En términos interanuales, el monto total canalizado a través de estos instrumentos se incrementó 32%, no obstante se registró una disminución respecto al trimestre anterior (período en el cual se observó un monto particularmente elevado para las colocaciones de bonos en el ámbito local).

El financiamiento a través de bonos corporativos continuó sobresaliendo en julio y agosto, aunque hubo menores emisiones en septiembre. Con más de \$5.700 millones de nuevo financiamiento en términos brutos a través de obligaciones negociables en el tercer trimestre, se verificó una caída trimestral de 37% y un incremento de 53% respecto al mismo período de 2012⁹⁰. Se destacó el aumento en la cantidad de colocaciones efectuadas, especialmente durante julio, al tiempo que en términos sectoriales continuaron predominando aquellas del sector financiero (45% del monto total; ver Cuadro

⁸⁹ En base a cotizaciones del exterior.

⁹⁰ Sin considerar las colocaciones de YPF, en el trimestre se registró una contracción de 6% en relación al período inmediatamente anterior y un incremento de 90% en términos interanuales.

8.1). Si bien se dio un aumento en la tasa de corte de los bonos en moneda local, en el caso del sector financiero fue acompañado con un alargamiento de los plazos. Respecto a los bonos *dollar-linked*, se verificó cierta merma en la cantidad de colocaciones, aunque también se observó una extensión en los plazos en relación a los que se dieron a lo largo del primer semestre.

Cuadro 8.1

Colocaciones de Bonos Corporativos por Sector Económico

	Monto colocado		Plazo promedio		Rendimiento promedio		
	(millones de pesos)		ponderado (meses)		ponderado* (%)		
	IIIT-12	IIIT-13	IIIT-12	IIIT-13	IIIT-12	IIIT-13	IIIT-13
Petróleo y Gas	1.500	4.846	1.559	31,8	69,7	63,6	-
Sector Financiero	1.549	2.835	2.569	17,2	21,4	25,5	18,0
Agricultura y Ganadería	231	369	219	24	41,5	35,3	-
Activ. Inmobiliarias	397	0	100	36	-	32,4	19,1
Otros	71	590	1.291	19,7	29,6	40,2	-
Memo: Badlar promedio trimestral						13,8	15,5
							17,7

(*) En base a un plazo de referencia para operaciones en pesos: petróleo y gas 12 meses, sector financiero 18 meses, agricultura y ganadería 24 meses, actividades inmobiliarias 24 meses, otros 18 meses.

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

Hubo un importante aumento en las colocaciones de fideicomisos financieros con casi \$5.600 millones entre julio y septiembre (un aumento de 29% trimestral y 12% interanual), a pesar de que sólo hubo una única titulación de activos vinculados a obras de infraestructura (por un monto relativamente bajo considerando el tamaño que suelen tener ese tipo de colocaciones). Las tasas de corte exigidas para los valores *senior* de estos instrumentos se elevaron unos 120 p.b. en promedio, hasta 17,7%.

Finalmente, las operaciones con cheques de pago diferido siguieron ganando dinamismo y alcanzaron nuevos máximos históricos, con un incremento de 40% frente al período inmediatamente anterior y de 63% interanual. Las tasas de interés operadas subieron en ambos segmentos: en el caso de los avalados 210 p.b. en el trimestre. El plazo promedio del total de cheques de pago diferido alcanzó en el trimestre un récord histórico de más de 200 días.

Apartado 5 / Agenda internacional sobre regulación financiera y avances en la Argentina

La crisis financiera internacional reveló fallas en la regulación y el monitoreo del mercado y de los actores que operan en el sistema financiero global. A la complejidad de los instrumentos financieros plasmados en mecanismos de *securitización*, se sumaron las transacciones en mercados no institucionalizados. Además, la toma excesiva de riesgos amparada en el tamaño de las entidades financieras, es decir, las llamadas demasiado grandes para caer (*too-big-to-fail* —TBTF—) y los conflictos de intereses de las calificadoras de riesgo (*Credit Rating Agency* —CRA—), todo ello coexistiendo en un mundo dinamizado por los elevados niveles de apalancamiento, fueron causa de una reacción global hacia una mayor regulación de los mercados, instituciones y participantes del sistema.

La crisis de confianza motivada por falta de transparencia, la inadecuada competencia en el sistema, y la distorsión de los incentivos sólo podía ser recausada a través de una extendida agenda de reformas regulatorias del sector financiero⁹¹.

Tras la crisis, los líderes del Grupo de los 20 (G-20) acordaron llevar adelante reformas en el sector financiero. Pusieron en manos del Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board* —FSB—) y de otros organismos internacionales la elaboración de medidas para abordar las innovaciones necesarias y los vacíos existentes en materia de regulación. Los ejes de la reforma se basaron en identificar y acotar los riesgos sistémicos, fortaleciendo la regulación de las entidades existentes y ampliando el alcance del control a nuevos mercados y actores, intentando prevenir futuras crisis.

Este proceso de cambio en los estándares regulatorios involucró un conjunto de medidas destinadas a fortalecer las instituciones bancarias, las aseguradoras, los agentes del mercado de valores, y las infraestructuras del sistema financiero global⁹², fundamentalmente a través de nuevos y mayores requisitos de capital y liquidez, de una mayor transparencia y de extender las medidas de supervisión. Estas políticas regulatorias se profundizaron aún más en el caso de las entidades TBTF, prestando particular atención a sus características diferenciales y a los motivos que condujeron a la crisis. Además, desde el G-20 se impulsaron las

reformas para promover la transparencia en los mercados de derivados y en las actividades de financiamiento por fuera del sistema bancario formal, llamadas *shadow banking*, que tanto por su falta de monitoreo como por la interacción con los bancos se consideran factores adicionales de vulnerabilidad sistémica. También, se promovió —en términos de regulación financiera— la reducción de la dependencia de las calificaciones de las CRA en la legislación y regulación locales, y en los estándares que establecen los organismos internacionales (Comité de Basilea en Supervisión Bancaria, BCBS; Organización Internacional de Comisiones de Valores, IOSCO; Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, IAIS).

Los países miembros del G-20 han demostrado avances en la implementación de muchas de estas medidas. Según la última Declaración de Líderes de dicho grupo, de septiembre de 2013: “... se ha avanzado sustancialmente, pero el trabajo no está terminado aún...”. En este sentido, para lo que resta de 2013 y 2014, prevén que las iniciativas en regulación continúen profundizándose. El foco estará puesto en evaluar la consistencia en la implementación de las recomendaciones de Basilea, y en este marco, en finalizar el desarrollo del ratio de apalancamiento y de liquidez de largo plazo; la identificación de los bancos sistémicos a nivel global y doméstico y las aseguradoras TBTF, sujetos a mayores requisitos de capital a partir de 2016 y 2019, respectivamente.

Asimismo se atenderán temas tales como la implementación de los principios de resolución ordenada de las entidades financieras sistémicas prevista para 2015⁹³, la mayor cooperación entre jurisdicciones para reglamentar las transacciones globales de derivados *over-the-counter* (OTC) —permitiendo que las normas sean diferentes entre países pero similares en cuanto a resultados—, los avances respecto de las CRA y el cumplimiento de la hoja de ruta para la implementación de las reformas en *shadow banking*.

La Argentina, como país miembro, ha apoyado el proceso de fortalecimiento de la regulación del sector financiero como un medio para impulsar el

⁹¹ J. Stiglitz, *The Guardian*, 22 de octubre de 2008.

⁹² Sistemas de pago, entidades de contraparte central, entidades custodia y entidades que administran las bases de datos del mercado de valores.

⁹³ Se ampliará el alcance de los principios de resolución ordenada a las infraestructuras del mercado financiero (entidades de contraparte central, sistemas de pago y liquidación, depositarias de títulos valores, y repositorios de información) y a las entidades financieras TBTF, incluyendo bancos y aseguradoras.

crecimiento y el desarrollo económico y no como un fin en sí mismo. La modificación de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y la nueva Ley del Mercado de Capitales van en este sentido.

Promover la estabilidad financiera es una de las misiones del BCRA, dando cuenta del vínculo inequívoco entre las esferas financiera y real de la economía. Asimismo, el BCRA ha ampliado el alcance de sus normas hacia actividades que tienen directa o indirectamente efectos sobre el sistema financiero. Un sistema financiero estable y transparente es condición indispensable para incentivar el ahorro, estimular el mercado de crédito, y sentar las bases del desarrollo económico, el empleo y el bienestar social.

En este sentido, se ha avanzado notablemente en la actualización del marco normativo para adaptarlo a los compromisos acordados en el G-20. La implementación de las recomendaciones de Basilea en el BCRA es un claro ejemplo⁹⁴. El BCRA ha emitido normas sobre nuevos requisitos de capital para el riesgo de crédito y riesgo operacional, buenas prácticas sobre administración de riesgos y requisitos de difusión de información de los bancos que serán plenamente implementadas a fines de 2013.

Asimismo, este año se llevó a cabo el Programa de Evaluación de Estabilidad y Desarrollo del Sistema Financiero (FSAP, Financial Sector Assessment Program)⁹⁵, como parte de los compromisos de cooperación e intercambio de información a nivel global. Sus resultados dan cuenta de la solidez del sistema financiero local, que se traduce en altos niveles de capital, adecuada liquidez y un funcionamiento mayoritariamente en pesos, acotando la vulnerabilidad histórica que derivaba del anterior descalce de monedas entre los depósitos y los créditos.

La Argentina ha intervenido activamente en el G-20 en limitar aquellos tópicos que dañan el normal funcionamiento de nuestro mercado, como el caso de la dependencia de las normas locales respecto de las calificaciones de las CRA. Su rol ha sido, en primer lugar, poner en evidencia los errores y los conflictos de intereses en las CRA tras la última crisis, reactivar el tema en la agenda del G-20 a partir de la Cumbre de Los Cabos a mediados de 2012, y luego, orientarlo a terminar con la dependencia respecto de las calificaciones de las CRA, no sólo por parte de las autoridades locales sino también por los organismos que fijan estándares. A

fines de 2012, el G-20 aprobó la hoja de ruta que delimita los plazos y las acciones para reducir la intervención de las CRA. Esta se encuentra aún en vigencia y establece para mediados de 2014 el desarrollo de marcos de medición de riesgos alternativos a las CRA. Mientras tanto, el organismo que establece los estándares para el mercado de capitales (IOSCO) ha avanzado en la modificación del Código de las CRA para mejorar la competencia y la transparencia, y terminar con la estructura de mercado oligopólica vigente.

En este sentido, la nueva Ley 26831 de Mercado de Capitales, amplía las facultades de la Comisión Nacional de Valores (CNV) en la regulación y supervisión del mercado, permitiendo a la CNV autorizar a otros actores del mercado a participar en los procesos de calificación del riesgo, entre ellos las universidades públicas. De esta manera, elimina la dependencia exclusiva de las CRA y abre el abanico de posibilidades de calificación a otros agentes. Esto permitirá, siguiendo los lineamientos internacionales, contar con una alternativa que fortalezca la transparencia y contribuya a aumentar la calidad del proceso de calificación del riesgo. Por su parte, el BCRA ha avanzado en reducir la importancia de las CRA en sus normas, por ejemplo, en las normas sobre riesgo de crédito.⁹⁶

La Argentina también ha apoyado activamente la iniciativa para identificar las entidades financieras con el uso de códigos únicos (*Legal Entity Identifier – LEI*). En base a esta iniciativa, cada entidad que realice transacciones financieras deberá contar con un código único global que la identifique. El proyecto consiste en constituir una base de datos global con información sobre la identificación de las entidades. De esta manera, se amplía el conocimiento sobre los actores que operan en el sistema financiero, lo que facilitará el seguimiento y el control de las operaciones que realizan, permitiendo a los reguladores un análisis más preciso de las entidades sistémicamente importantes y de sus transacciones con contrapartes en diferentes mercados, para variados productos en diversas regiones, identificando los riesgos asociados. Asimismo, permitiría a las entidades una mejor administración de su exposición al riesgo.

El código LEI, y sus datos asociados, está pensado como una herramienta de uso público, especialmente de las autoridades regulatorias. La iniciativa, si bien avanzada, aún está en desarrollo. A medida que los países vayan adhiriendo a este sistema de identificación, el beneficio colectivo de la mayor transparencia se extenderá. En la actualidad, más

⁹⁴ Ver el Aparatado 3 del Boletín de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2013 del BCRA: "Avances Regulatorios Recientes en el Contexto de las Recomendaciones de Basilea II y III".

⁹⁵ Aprobado por el Directorio del Fondo Monetario Internacional (FMI) el 12 de julio de 2013.

⁹⁶ Comunicación "A" 5369.

de 50 países están comprometidos con esta iniciativa. Existe consenso a nivel internacional de que su uso difundido, facilitará la identificación de actividades ilícitas. Servirá así como herramienta para el combate de las guaridas fiscales, la evasión fiscal, y todas aquellas prácticas que dañan el funcionamiento del sistema financiero global y desvíen los recursos de sus lugares de origen, en muchos casos obstaculizando el financiamiento de los sectores productivos.

La Argentina apoya el objetivo de fortalecer la estabilidad financiera alentado por los miembros del G-20, con especial consideración en las características y problemáticas del mercado local y sus actores. Ello implica que el fin último de la estabilidad financiera, fundada en una mayor transparencia, mejor regulación y monitoreo, es la inclusión financiera, el acceso al crédito de las familias y las empresas, que sirven de base para el desarrollo con equidad.

Glosario de Abreviaturas y Siglas

Acum.: Acumulado

ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland.

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AFJPs: Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones

AIP: Aglomerados del Interior del País

ANFAVEA: Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores - Brasil

ANSeS: Administración Nacional de la Seguridad Social

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

ART: Aseguradoras de Riesgo de Trabajo

AT: Adelantos Transitorios

ATN: Aportes del Tesoro Nacional

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

BAADE: Bono Argentino de Ahorro para el Desarrollo Económico

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

BCB: Banco Central de Brasil

BCCH: Banco Central de Chile

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BFA: Banco Financiero y de Ahorros

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

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

BNA: Banco de la Nación Argentina

BNDES: Banco Nacional de Desarrollo

BOJ: Banco de Japón

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

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

CEDIN: Certificados de Depósitos para la Inversión

CEMBI: *Corporate Emerging Market Bond Index*

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CFTC: *Commodities Future Trade Commission*

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

CNV: Comisión Nacional de Valores

C.O: Carta Orgánica

CONADU: Federación Nacional de Docentes Universitarios

Contrib.: Contribución

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

CRA: *Credit rate agency*

Cta. Corr.: Cuenta Corriente

DGA: Dirección General de Aduanas

DEG: Derecho Especial de Giro

DPN: Deuda Pública Nacional

e: Estimado

EEUU: Estados Unidos

EFNB: Entidades Financieras No Bancarias

EIB: Banco de Inversión Europeo

EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

EMEA: Europa emergente, medio oriente y África

EMI: Estimador Mensual Industrial

ENARGAS: Ente Nacional Regulador del Gas

ENRE: Ente Nacional Regulador de la Electricidad

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

FCI: Fondos Comunes de Inversión

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos

FEEF: Fondo Europeo de Estabilidad Financiera

FFS: Fondo Federal Solidario

FGS: Fondo de Garantía de Sustentabilidad

FMI: Fondo Monetario Internacional

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

FOMC: Comité Federal de Mercado Abierto	ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción
FONDEA: Fondo de desendeudamiento argentino	ISM: Institute for Supply Management
FONDOI: Fondo de desendeudamiento con organismos financieros internacionales	ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos
FROB: Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria	ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral
FSAP: <i>Financial Sector Assessment Program</i>	IVA: Impuesto al Valor Agregado
FSB: <i>Financial Stability Board</i> (Consejo de estabilidad financiera)	IVA DGA: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas
FUNCEX: Fundación Centro de Estudios Comercio Exterior	IVA DGI: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Impuestos
GBA: Gran Buenos Aires	kg: Kilogramo.
GNL: Gas natural licuado	kW: Kilowatts
GRA: Gabriel Rubinstein y Asociados	LCIP: Línea de Créditos para la Inversión Productiva
ha: Hectárea	LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)
i.a.: Interanual	LEI: <i>Legal entity identifier</i>
IAIS: Asociación Internacional de Supervisores de Seguros	LIBOR: <i>London InterBank Offered Rate</i>
IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales	LTRO: <i>Long Term Refinancing Operations</i>
IBIF: Inversión Bruta Interna Fija	M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$
ICA: Intercambio Comercial Argentino	M3: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$
ICC: Índice del Costo de la Construcción	M3*: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$
ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias	MAGyP: Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca
IED: Inversión Extranjera Directa	M.A.E.: Mercado Abierto Electrónico
IERIC: Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción	MEE: Mecanismo de Estabilidad Europeo
IFI: Instituciones Financieras Internacionales	MEM: Mercado Eléctrico Mayorista
INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos	Mercosur: Mercado Común del Sur
INSSJyP: Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados	MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires
IOF: Impuesto sobre las Operaciones Financieras	MEyFP: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas
IOSCO: Organismo que establece los estándares para el mercado de capitales	mill.: Millones
IPC: Índice de Precios al Consumidor	MIPyMEs: Micro, Pequeñas y Medianas Empresas
IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)	MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario
IPC GBA: Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires	MOI: Manufacturas de Origen Industrial
IPI: Índice de Precios Implícitos	MSCI: <i>Morgan Stanley Capital International Index</i>
IPIB: Índice de Precios Internos Básicos	MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social
IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor	MULC: Mercado Único y Libre de Cambios
IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas	

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