

Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

Julio de 2012



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

Julio de 2012



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

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

ISSN
Edición electrónica

Fecha de publicación | Julio de 2012

Banco Central de la República Argentina

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

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

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente.

Para comentarios o consultas a la edición electrónica: analisismacro@bcra.gov.ar

Prefacio

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

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

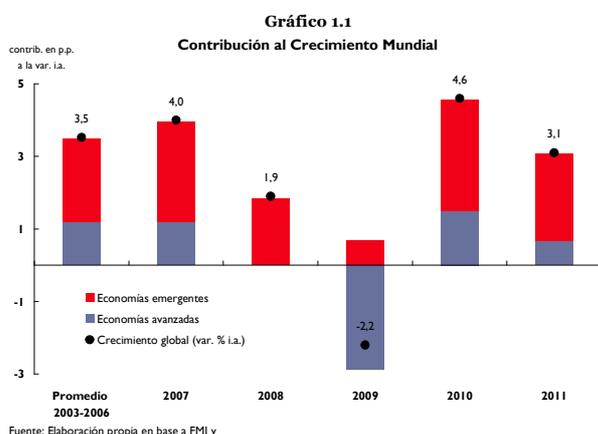
*Frente a este nuevo mandato y la mayor amplitud de los instrumentos con los que hoy cuenta el BCRA se ha considerado oportuno perfeccionar la comunicación institucional a través del nuevo **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria**.*

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

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

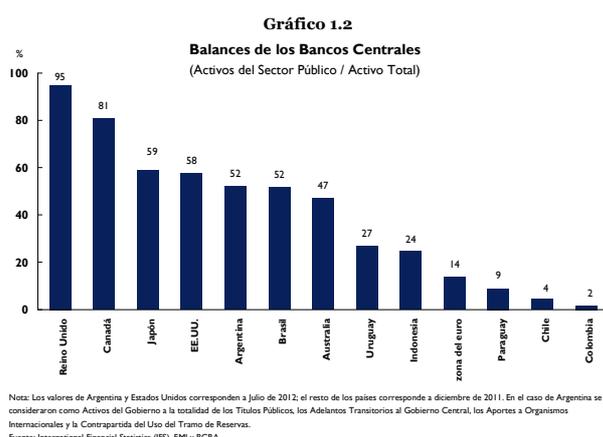
Buenos Aires, 30 de julio de 2012

1 Visión Institucional



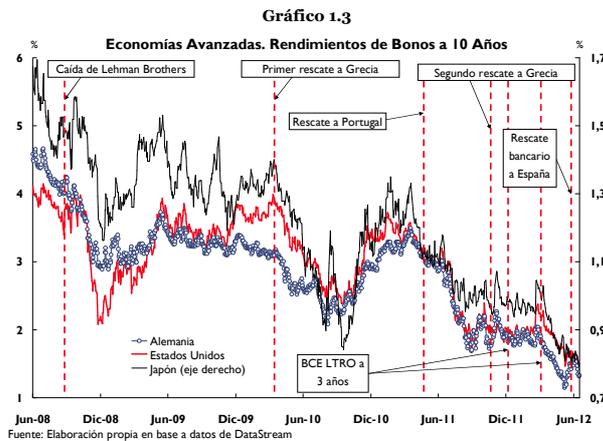
En el segundo trimestre de 2012 la economía internacional evidenció un creciente deterioro, explicado por una desaceleración del crecimiento global y por un aumento de la incertidumbre respecto de una resolución efectiva y perdurable de la crisis europea. En los demás países avanzados tampoco se consolida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

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



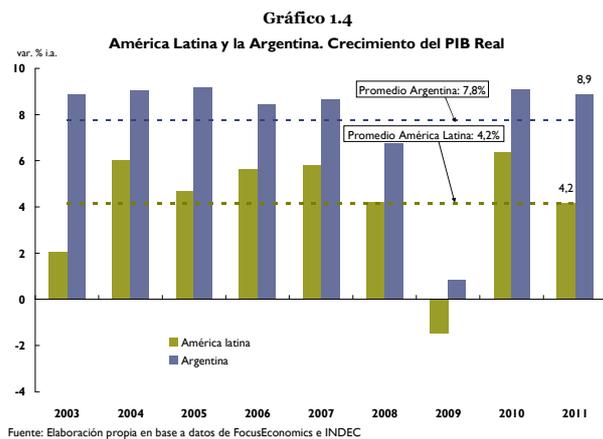
En este marco, la política monetaria quedó confinada a una situación en la cual reducciones adicionales de la tasa de interés de referencia resultan poco efectivas y las expansiones de la base monetaria no se traducen en un incremento del crédito privado ya que la liquidez adicional tiende a acumularse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

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

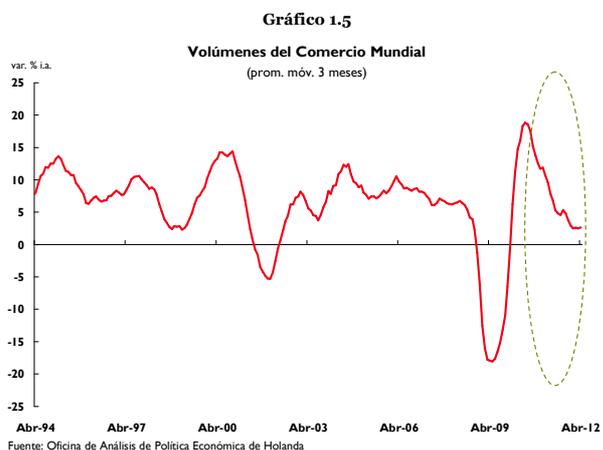


directas, mediante compras de bonos en el mercado secundario o aceptando obligaciones públicas como colaterales de préstamos a los bancos. En algunos casos, como Japón o Inglaterra, también se han desplegado estrategias para actuar directamente sobre el canal del crédito.

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

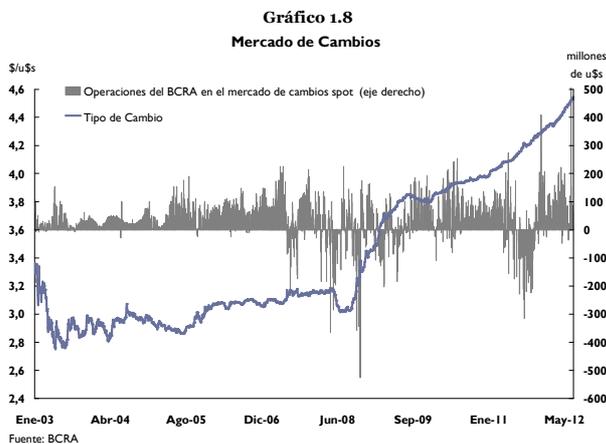
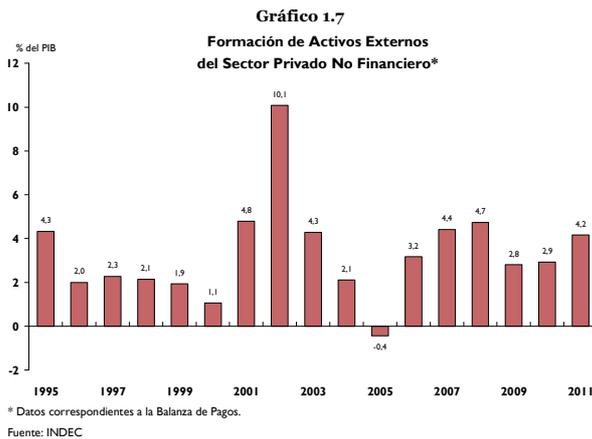
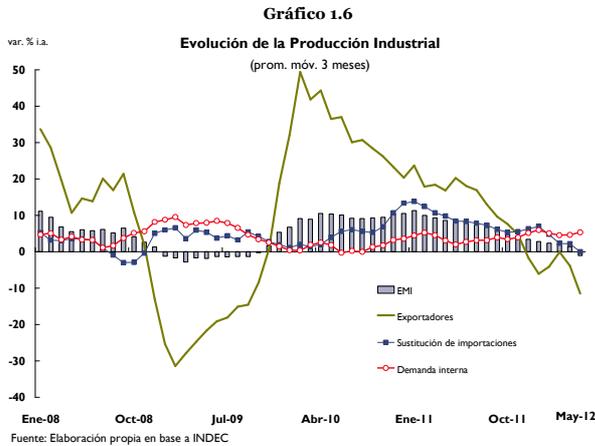


En este contexto de insuficiencia de demanda, la superación de esta nueva etapa de la crisis requerirá de la implementación coordinada de un conjunto más amplio de instrumentos que recuperen un mayor activismo fiscal, complementado con una política monetaria expansiva. Al mismo tiempo, en lugar de postular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



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

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



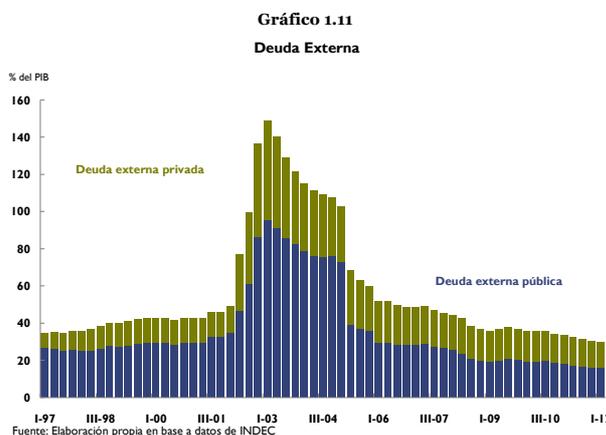
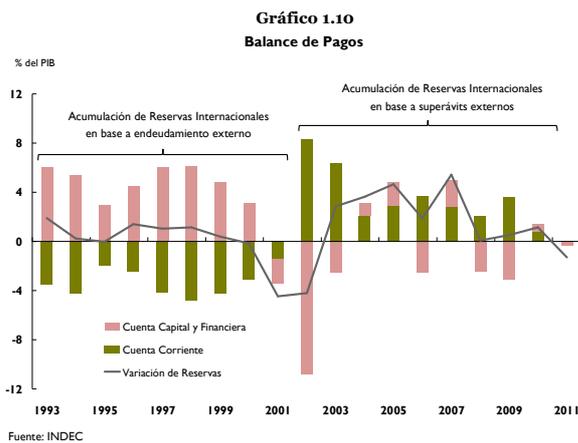
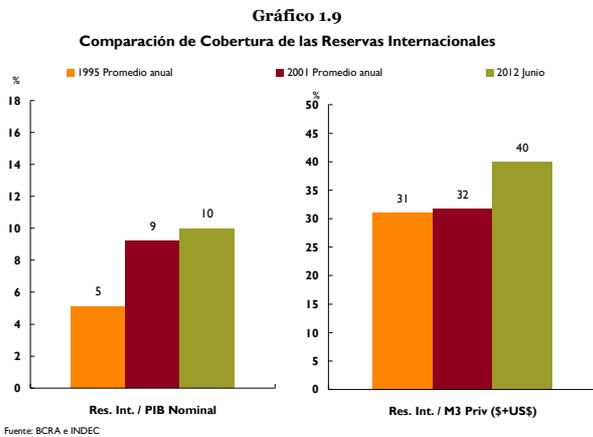
fuerte desaceleración de los volúmenes de comercio mundial.

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

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

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

La creciente incertidumbre sobre la trayectoria de la economía mundial, las menores exportaciones agrícolas e industriales y el déficit en la balanza comercial energética, generaron, hacia fines de 2011 e inicios de 2012, la percepción de que el superávit comercial esperado podría ser menor. En este marco, una parte de los agentes económicos



argentinos con capacidad de ahorro intensificó su tradicional propensión a mantener proporciones significativas de su riqueza financiera en moneda extranjera, principalmente dólares.

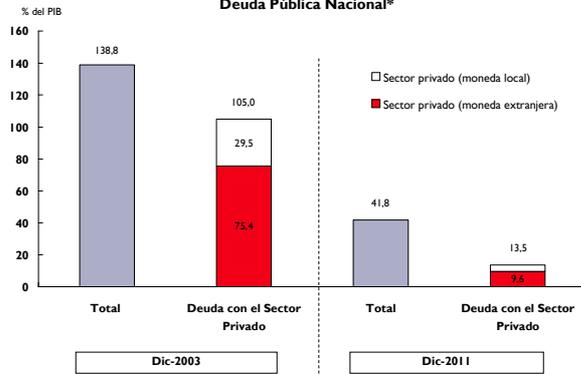
Cuando se analiza el comportamiento temporal del atesoramiento en moneda extranjera se observa que, en contextos donde se instalan percepciones negativas entre los agentes económicos locales como, por ejemplo, que la crisis internacional puede empeorar, las compras de dólares para atesorar se intensifican.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

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

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

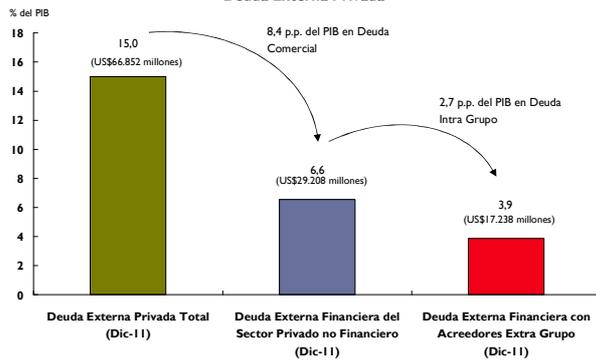
En la actual configuración económica de nuestro país la principal fuente de dólares son las exportaciones de bienes y servicios. Esto contrasta con los años noventa cuando los flujos de capitales financiaron el desequilibrio de la Cuenta corriente aumentando el endeudamiento. Respecto a la aplicación de las divisas y en términos del funcionamiento armónico de la economía se pueden identificar

Gráfico 1.12
Deuda Pública Nacional*



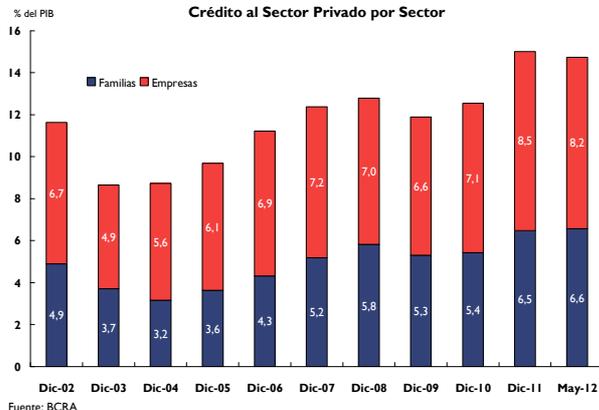
*Excluye holdouts
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas e INDEC

Gráfico 1.13
Deuda Externa Privada



Fuente: BCRA

Gráfico 1.14
Crédito al Sector Privado por Sector



Fuente: BCRA

diferentes usos prioritarios. Las divisas generadas se utilizan para pagar las importaciones, para atender los vencimientos de la deuda pública y privada en moneda extranjera y para acumular reservas internacionales en el Banco Central.

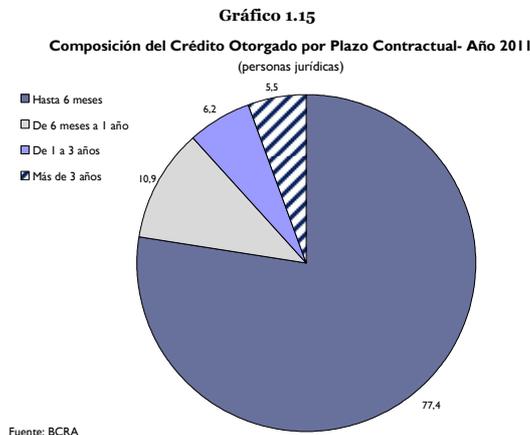
Frente a eventos negativos que pudieran restringir el acceso a las divisas internacionales, mantener un nivel suficiente de reservas se ha convertido en un objetivo común de la mayoría de los países emergentes para garantizar la autonomía necesaria de la política económica. En el caso de la Argentina,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

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

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

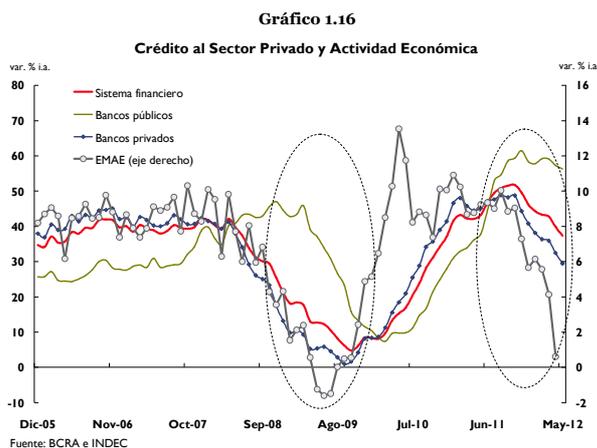
Así, la reciente adecuación de las normas cambiarias —mediante la Comunicación A 5318— limita el acceso al mercado local de cambios con fines de atesoramiento, dando preferencia a la aplicación de las divisas a fines específicos vinculados con la actividad productiva. Esta medida se integra así al marco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

En el mismo sentido y con el objeto de sostener los niveles de inversión que garanticen el crecimiento, el BCRA puso en marcha la línea de créditos para la



Inversión Productiva que dispone que, en los próximos 12 meses, las entidades financieras deberán canalizar el 5% del promedio de los depósitos privados de junio de 2012 al financiamiento de proyectos de inversión. Los préstamos estarán destinados a financiar la adquisición de bienes de capital o a la construcción de instalaciones necesarias para la producción y comercialización de bienes y/o servicios (ver Apartado 2). Estos créditos serán en pesos con un plazo final no menor de 3 años y con una tasa de interés fija de hasta 15,01% anual. Al menos el 50% de los préstamos deberá ser otorgado a micro, pequeñas y medianas empresas. Los bancos alcanzados por esta normativa son todos aquellos con una participación en los depósitos superior al 1% así como aquellos que operan como agentes financieros de las distintas jurisdicciones de gobierno.

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



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

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

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

2 Contexto Internacional

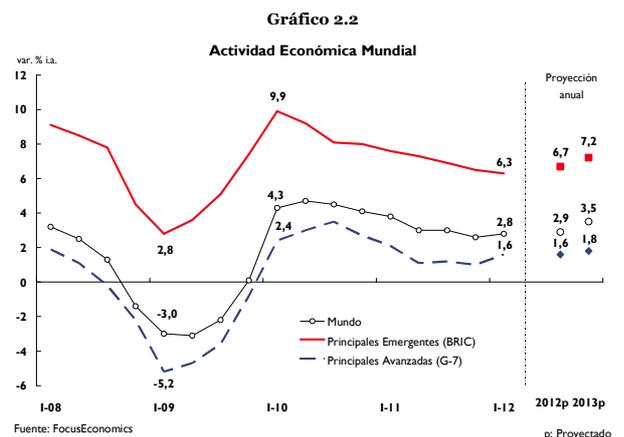
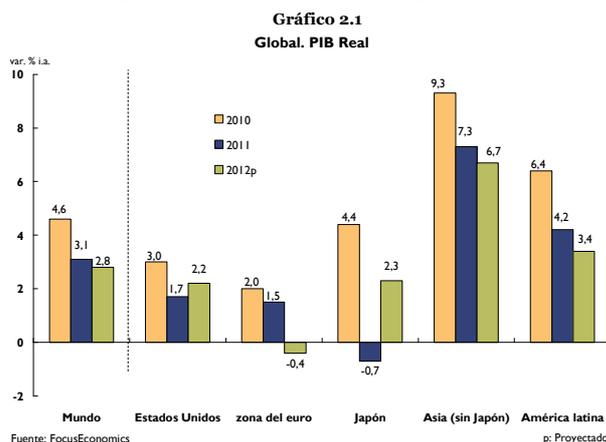
En el segundo trimestre de 2012 la economía global continuó expandiéndose a un ritmo contenido, persistiendo comportamientos heterogéneos: la zona del euro atravesando una recesión, el resto de los principales países avanzados con crecimientos moderados y los emergentes con desempeños relativamente más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

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

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

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

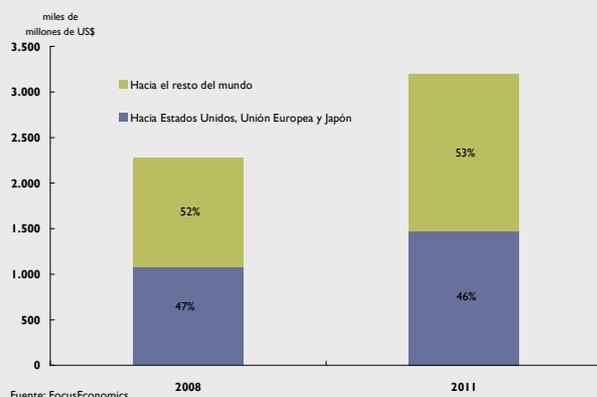
En conclusión, la economía internacional evidenció un creciente deterioro durante el segundo trimestre del año, con una desaceleración del crecimiento mundial y un aumento de la incertidumbre a partir de las dificultades que se enfrentan en la zona del euro. El resto de los países avanzados tampoco logró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



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

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

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

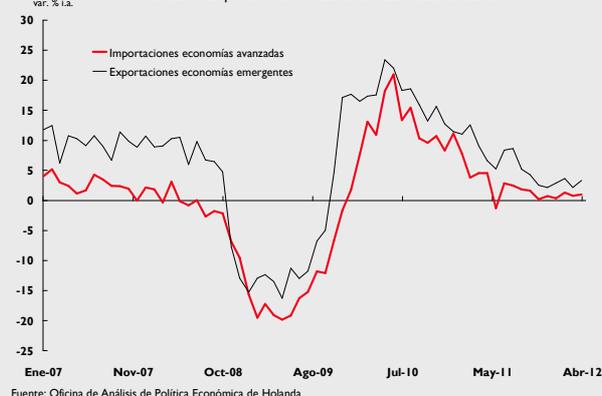


La presunción del desacople se desarrolló en un contexto en el que la mayor parte de los países en desarrollo habían logrado mejorar considerablemente sus fundamentos macroeconómicos, producto de la conjunción de políticas activas en un contexto internacional favorable para éstas. En la última década,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

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

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

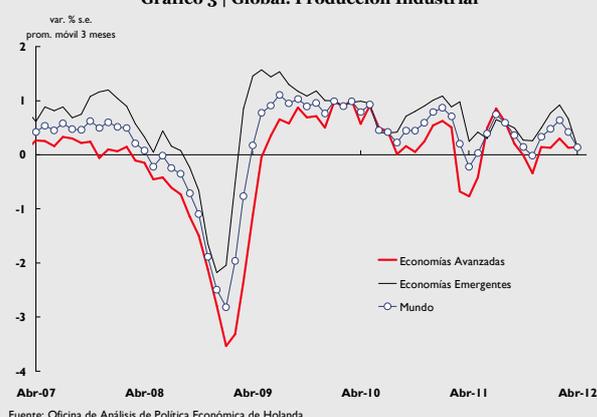
Gráfico 2 | Global. Comercio Internacional



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

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

Gráfico 3 | Global. Producción Industrial



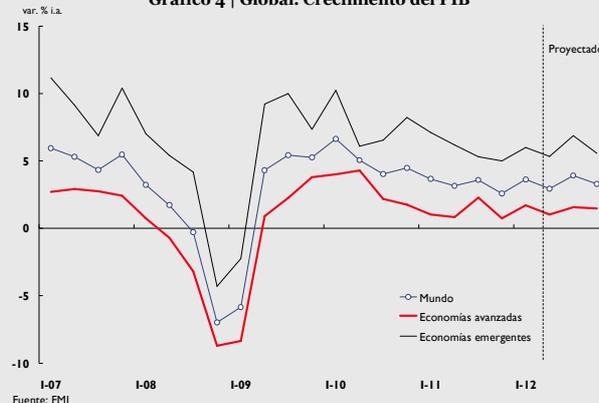
Por otro lado, una de las características de la expansión fiscal y monetaria de los emergentes en 2008-2009 fue la coordinación implícita de las medidas. Ello permitió retroalimentar las externalidades positivas de los *shocks* nacionales a través del canal comercial. El actual proceso debería tener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

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

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

Europa está en recesión, el resto de los principales países avanzados (como Estados Unidos y Japón) continúan presentando un crecimiento débil pero positivo.

Gráfico 4 | Global. Crecimiento del PIB



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

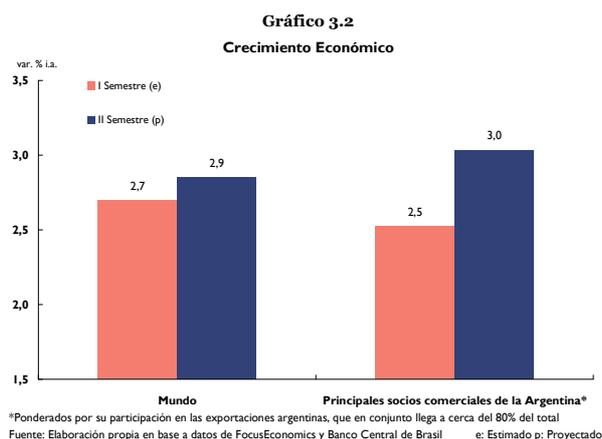
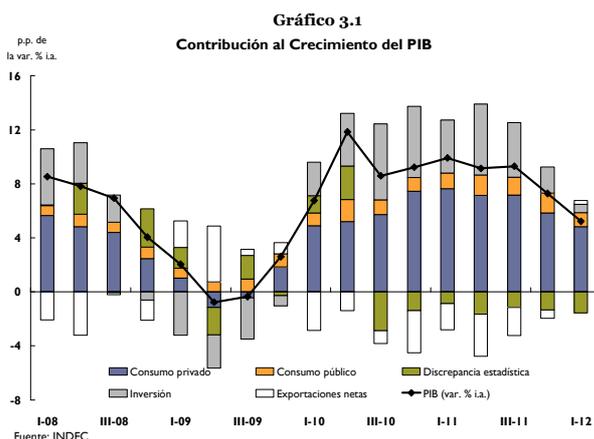
La evidencia continúa demostrando que existe una importante interdependencia entre ambos grupos de países, por lo que el futuro próximo de las economías en desarrollo aún seguiría estando condicionado por la evolución de las naciones desarrolladas.

3 Actividad

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

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

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



Apartado 2 / Impulso al Crédito de Largo Plazo Destinado a la Inversión Productiva

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

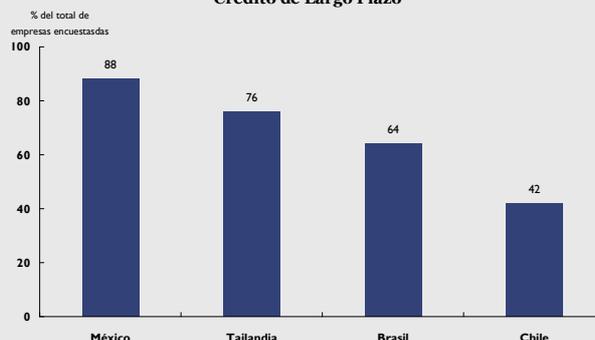
El crédito a la inversión puede generarse tanto a través de la canalización del ahorro depositado en los bancos como mediante los mercados de capitales. No obstante, en las economías en desarrollo se observa que el financiamiento de la actividad productiva depende, principalmente, del sistema bancario,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

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

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

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

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



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

Las grandes empresas enfrentan generalmente menores limitaciones financieras, ya que pueden utilizar distintas fuentes dependiendo del estado de los mercados locales y mundiales. Cuando el acceso al financiamiento internacional es limitado, redireccionan sus demandas a los mercados internos (tanto sobre los mercados de capitales como hacia los bancos), desplazando en parte a las empresas más pequeñas. Estas últimas, por su parte, no tienen acceso ni al financiamiento internacional ni a los mercados de capitales nacionales. Así, las PYMES quedan limitadas principalmente al crédito bancario, a las ganancias retenidas —que generalmente no alcanzan los niveles necesarios para solventar cambios significativos en la infraestructura o en la incorporación de tecnología en los procesos—, a los recursos propios de los dueños¹ (patrimonio familiar) y al crédito de los proveedores, que a su vez presenta generalmente un carácter procíclico.

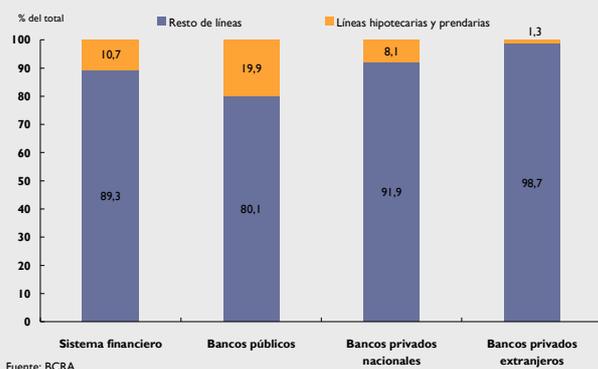
La Argentina comparte este diagnóstico de restricciones al crédito destinado a la inversión. Actualmente se estima que el crédito bancario a largo plazo para financiar la inversión productiva se ubica en valores mínimos, situación que no difiere en gran medida de los bajos registros observados en las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

¹ Considerándose aquí también las ganancias provenientes de la operatoria habitual de las empresas. Esta fuente de recursos también es utilizada por las grandes firmas para la realización de inversiones.

tendido a asumir un rol similar al que cumplieron en varias economías de América Latina y de Asia oriental los bancos de desarrollo. Estas últimas entidades han sido en la mayoría de los casos exitosamente organizadas para impulsar el crédito productivo a largo plazo, complementando las políticas gubernamentales de desarrollo productivo.

Si bien existen ciertas limitaciones de información para identificar el crédito bancario a largo plazo otorgado en el mercado local con destino a la inversión productiva, es posible contar con algunas estimaciones sobre su importancia relativa. Una primera aproximación indicaría que actualmente² para el agregado del sistema financiero argentino menos del 11% del saldo de crédito total canalizado a las empresas es mediante líneas hipotecarias y prendarias, que suelen tener plazos relativamente más largos (ver Gráfico 2). De acuerdo con lo dicho precedentemente, los datos arrojan una participación más relevante de este tipo de líneas en la banca pública. Estas líneas hipotecarias y prendarias destinadas a las empresas son equivalentes a casi 6% del saldo total del financiamiento del sistema financiero al sector privado y a sólo 0,9% del PIB (ver Gráfico 3). Cabe destacar que en los bancos públicos los créditos prendarios e hipotecarios a las empresas totalizaron casi 20% del crédito total a las empresas en mayo de 2012, mientras que sólo alcanzó 8% en los bancos privados nacionales y poco más de 1% en los privados extranjeros.

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

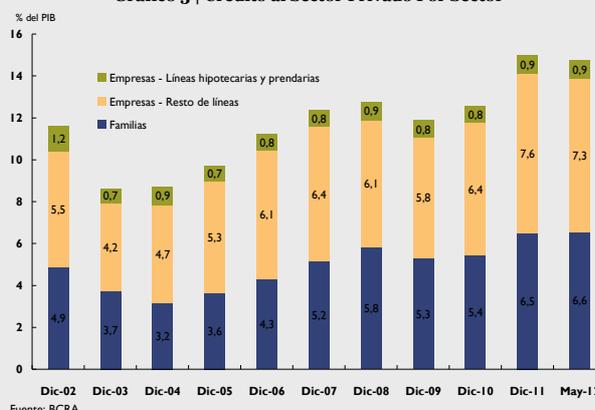


Por otro lado, desde la perspectiva de los nuevos préstamos que se van operando —y no del *stock* total vigente—, el monto de financiamiento a personas jurídicas generado por los bancos con plazo contractual superior a tres (3) años habría representado sólo 5,5% del total canalizado a empresas³ a lo largo de 2011 (ver Gráfico 4). Este concepto equivaldría a 0,7% del PIB en ese año.

² Información a mayo de 2012.

³ Sin considerar la línea de adelantos en cuenta corriente.

Gráfico 3 | Crédito al Sector Privado Por Sector

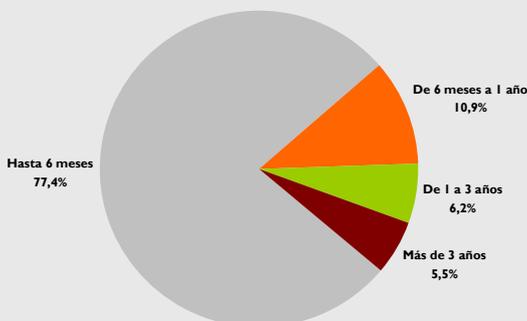


Durante las últimas décadas los mercados de capitales también han tenido un protagonismo limitado como fuente de financiamiento a largo plazo para la inversión productiva en la Argentina, siendo principalmente impulsado por colocaciones de obligaciones negociables, acciones y, más recientemente, de fideicomisos financieros vinculados a obras de infraestructura⁴. Cabe destacar que la baja profundidad y alta volatilidad en la disponibilidad de fondeo para la inversión proveniente del mercado de capitales también constituyen restricciones para mantener tasas de crecimiento estables y sustentables para la economía. En este contexto, desde fines de 2008 el Fondo de Garantía de Sustentabilidad administrado por la Administración Nacional de la Seguridad Social (FGS-ANSES) tuvo un rol contracíclico, realizando acciones concretas para disminuir esta volatilidad y contribuir a sostener el caudal de financiamiento a las inversiones. En particular, el monto destinado a proyectos productivos o de infraestructura en cartera del FGS fue creciendo en los últimos años, pasando de casi \$8.000 millones a fines de 2009 —6% de la cartera total— a casi \$30.000 millones en marzo del corriente año —lo que representa el 14% de la cartera total—.

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

⁴ Para un análisis más detallado de este mercado, ver el Boletín de Estabilidad Financiera del Primer Semestre de 2012, Capítulo II.

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



Fuente: BCRA

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

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

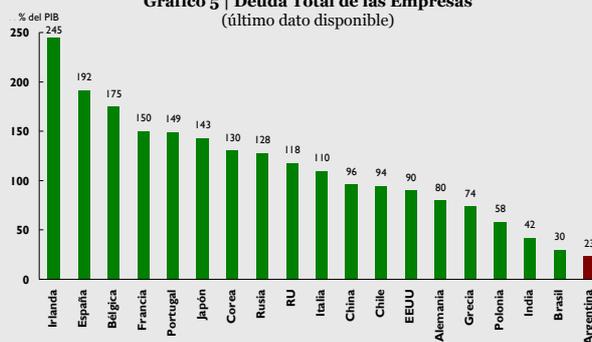
En este contexto, junto con las medidas de estímulo mencionadas, a principios de julio el BCRA dispuso⁵ que los bancos deberán establecer una línea de crédito canalizada a la financiación de proyectos de inversión que se materialicen mediante la adquisición de bienes de capital y/o a través de la construcción de instalaciones necesarias para la producción de bienes y/o servicios y la comercialización de bienes. Estos créditos tendrán un plazo promedio igual o superior a 24 meses (ponderando

los vencimientos de capital, sin que el plazo total sea inferior a 36 meses) y con una tasa de interés fija de hasta 15,01% anual.

A fines de 2012 cada entidad financiera deberá haber acordado créditos mediante esta nueva línea por un monto equivalente a 5% de sus depósitos (promedio mensual de saldos diarios de colocaciones del sector privado en pesos de junio de 2012⁶). La mitad de este monto deberá ser otorgado a micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs). Las entidades que deberán ofrecer esta nueva línea destinada a las inversiones productivas son aquellas cuyos depósitos sean al menos equivalentes a 1% del total del sistema financiero, así como aquellas que operan como agentes financieros de las distintas jurisdicciones de gobierno (nacional, provinciales y municipales).

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

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



Nota 1: Se incluye el endeudamiento local como internacional

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

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

⁵ Comunicación "A" 5319.

⁶ Los créditos podrán desembolsarse de manera única sin exceder el 31/12/2012, ó escalonada hasta el 30/06/2013.

4 Condiciones socio-económicas

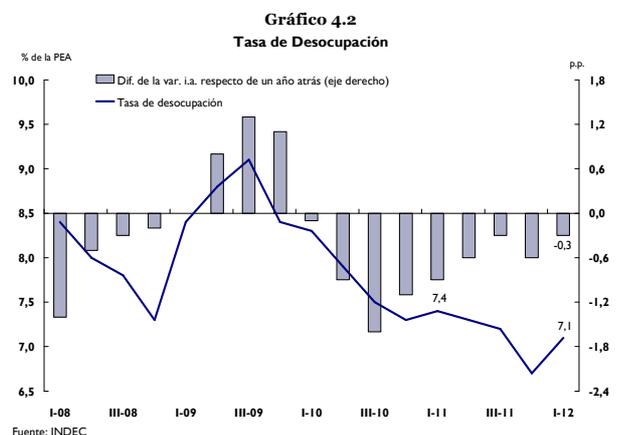
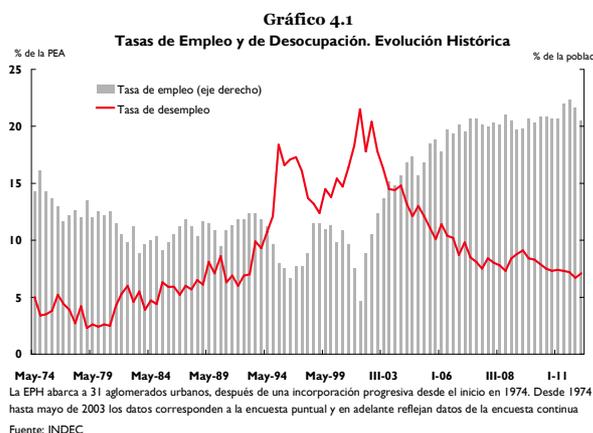
Durante el segundo trimestre del año el mercado de trabajo habría continuado con los avances observados durante el primer trimestre, cuando siguió consolidándose a partir de la creación de nuevos puestos de trabajo y de las mejoras en la calidad del empleo. Como resultado, la Tasa de desempleo y la Tasa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

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

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

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

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



5 Sector Externo

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

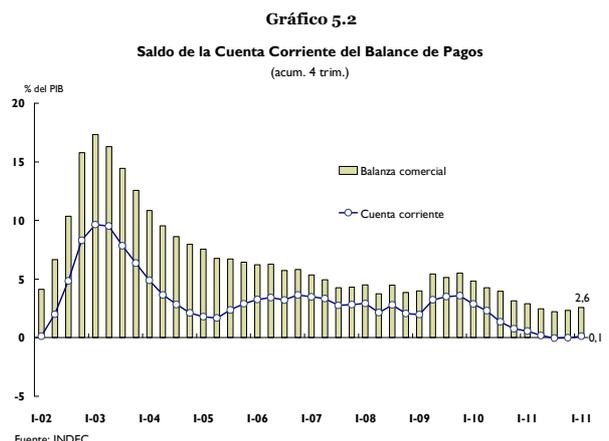
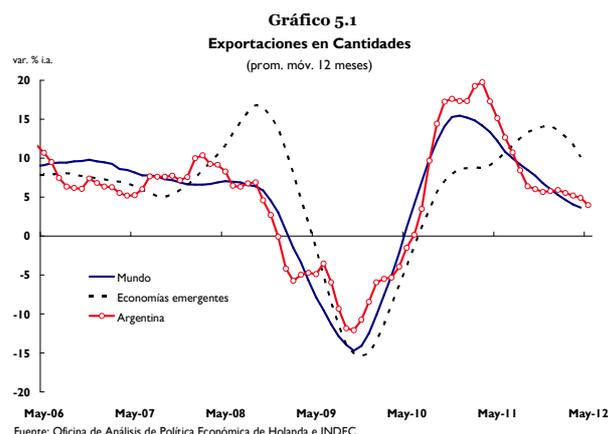
En tanto, las importaciones se redujeron en su comparación interanual, en un marco donde la suba de los precios no alcanzó a compensar la disminución en las cantidades compradas. Este comportamiento fue generalizado a todos los bienes importados a excepción de las compras al exterior de Combustibles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

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

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

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

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

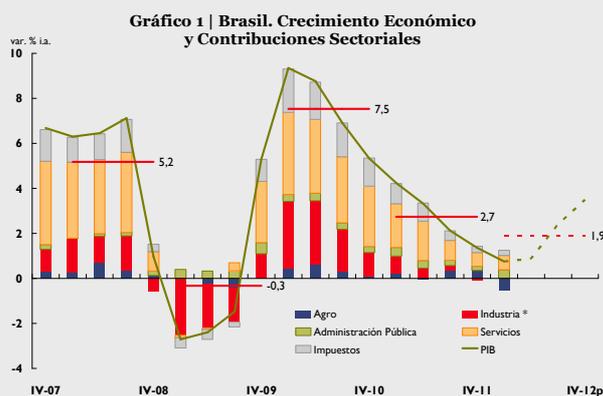


Apartado 3 / Evolución reciente de la economía de Brasil e impacto sobre la actividad económica de la Argentina

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

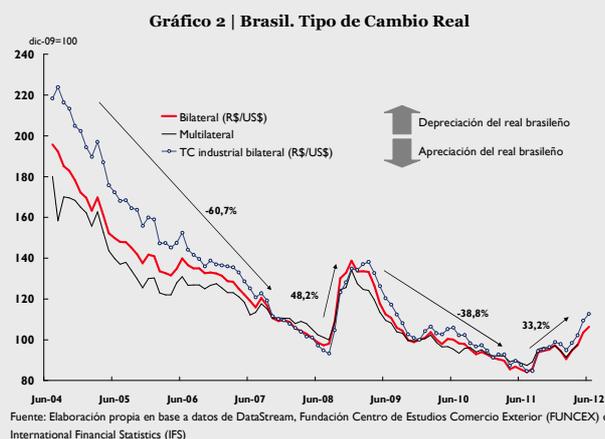
Tras la profundización de la crisis internacional a fines de 2008, la economía de Brasil mostró una fuerte recuperación que se consolidó durante el año 2010. Posteriormente, volvió a exhibir una moderación en su ritmo de expansión, que superó incluso lo previsto por distintos organismos oficiales y el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

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

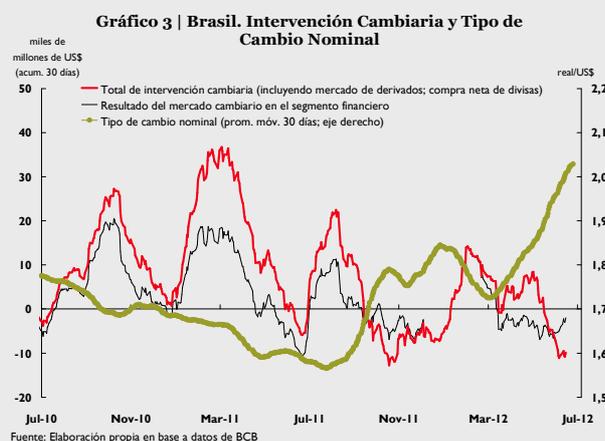


La evolución del sector manufacturero se explica, entre otros factores, por la pérdida de competitividad asociada a la marcada apreciación del tipo de cambio registrada desde marzo de 2009 a agosto de 2011. Cabe destacar que si bien la moneda brasileña registró recientemente una depreciación cercana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

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



La revalorización de la moneda brasileña estuvo influida por masivos ingresos de capitales del exterior, aún cuando existió una significativa intervención cambiaria del Banco Central de Brasil (BCB), y a partir de 2008, una sucesión de regulaciones tendientes a limitar los flujos de corto plazo⁷ (ver Gráfico 3).



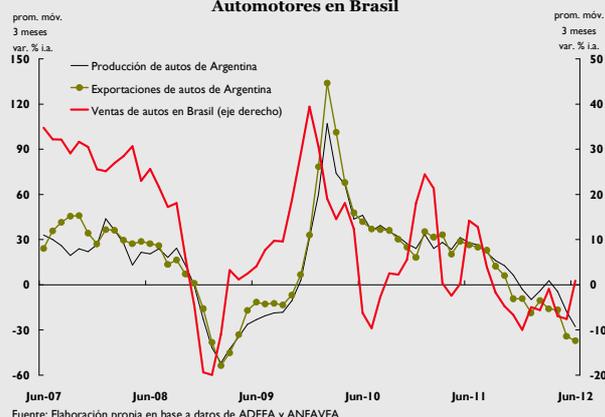
El superávit de la Balanza comercial de Brasil se redujo cerca de 5 puntos porcentuales del Producto desde 2004 hasta alcanzar un 1% del PIB en la actualidad, registrándose un comportamiento similar en el resultado de la Cuenta corriente que al presente exhibe un déficit equivalente al 2% del PIB.

⁷ En marzo de 2008, el gobierno introdujo un impuesto sobre las transacciones financieras especulativas realizadas desde el exterior. A partir de fines de 2010 y durante 2011, se amplió el alcance del tributo y se elevaron las alícuotas en varias oportunidades. Recientemente se verificaron nuevos ajustes sobre las características del tributo, en la medida en que mermaron los ingresos netos de capitales.

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

Frente a este escenario, inicialmente las autoridades económicas brasileñas anunciaron e implementaron diversas medidas contracíclicas. Por el lado monetario, el BCB comenzó en agosto de 2011 a bajar paulatinamente la tasa de interés de referencia del Sistema Especial de Liquidación y Custodia (SELIC) hasta el mínimo actual de 8%⁸. Adicionalmente, se adoptaron medidas cambiarias, de reducción de la carga impositiva, de provisión de asistencia financiera a tasas subsidiadas a sectores estratégicos y otros estímulos específicos⁹. En particular, en mayo de 2012 se anunció un programa de estímulo a la industria automotriz, en respuesta al magro desempeño del sector, que redundó en una acumulación de *stocks* por encima del promedio de los últimos años y sistemáticas contracciones de las exportaciones de la Argentina a ese destino (ver Gráfico 4).

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



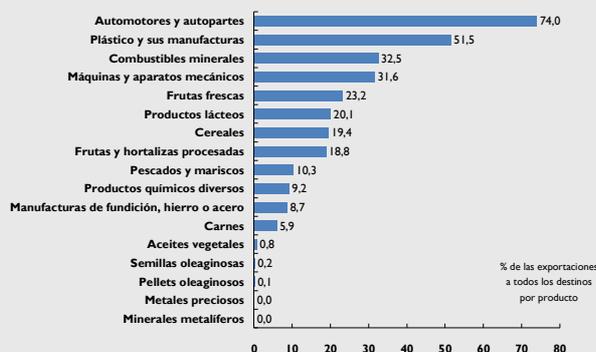
El conjunto de las medidas implementadas —algunas de las cuales ya reflejan resultados positivos (por ejemplo la caída de los stocks de vehículos en junio)—, sumado a la solidez del mercado laboral y el continuo aumento de la masa salarial (7% anual) permiten estimar que el gasto de las familias seguirá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

⁸ El mercado estima que la tasa SELIC continuará reduciéndose hasta 7,5% en los próximos trimestres.

⁹ Entre otras medidas se lanzó una nueva etapa del programa de construcción y financiamiento de viviendas “Minha casa, minha vida”, el Plan “Brasil Maior” (con medidas de estímulo a la producción, innovación, de defensa de la industria y del mercado interno), programas de estímulo fiscal a sectores específicos (construcción, línea blanca, exportadores de manufacturas, de la industria de molinera y panificación, editoriales, etc.), y recientemente se benefició al sector automotriz y al de productores de bienes de capital con reducciones impositivas, impulso al crédito al consumo y a la inversión.

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

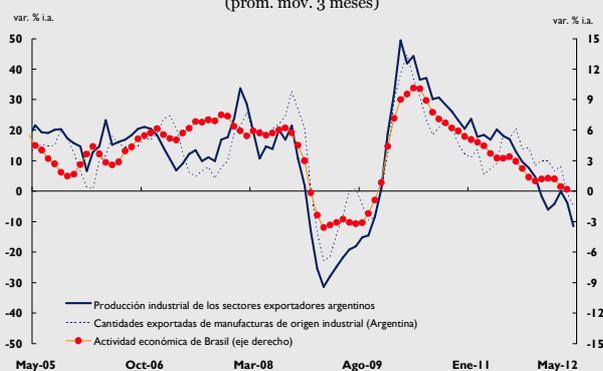
Gráfico 5 | Participación de Brasil en las Exportaciones Argentinas (por principales productos)



Se incluyen productos que registraron más de US\$1.000 millones de exportaciones en 2011.
Fuente: INDEC

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

Gráfico 6 | Evolución de la Actividad Económica Brasileña y de la Producción Industrial de los Sectores Exportadores de la Argentina (prom. móv. 3 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC e IBGE

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

6 Finanzas Públicas

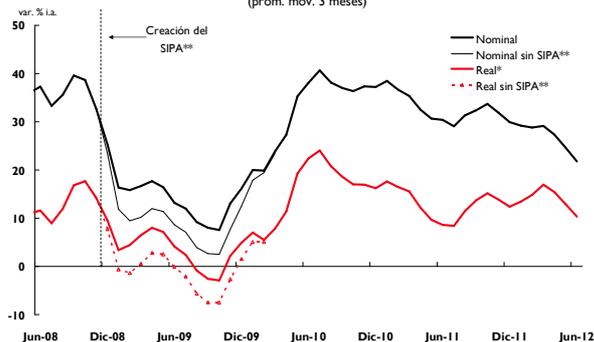
En el segundo trimestre la Recaudación continuó creciendo. El alza estuvo impulsada por los impuestos ligados a la actividad económica local y al empleo —los recursos de la Seguridad social, el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y el impuesto a las Ganancias— registrando una suba de 22% interanual (i.a.)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

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

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

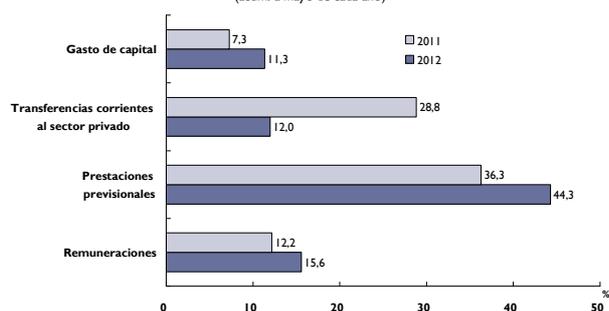
Los recursos tributarios propios de las provincias mostraron una desaceleración, al crecer en torno al 28% i.a. en el trimestre. También los ingresos de las provincias girados por el gobierno nacional —Coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros recursos de distribución automática—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

Gráfico 6.1
Recaudación Tributaria Nacional
(prom. mov. 3 meses)



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

Gráfico 6.2
Contribución al Aumento del Gasto Primario* del Sector Público
Nacional no Financiero
(acum. a mayo de cada año)



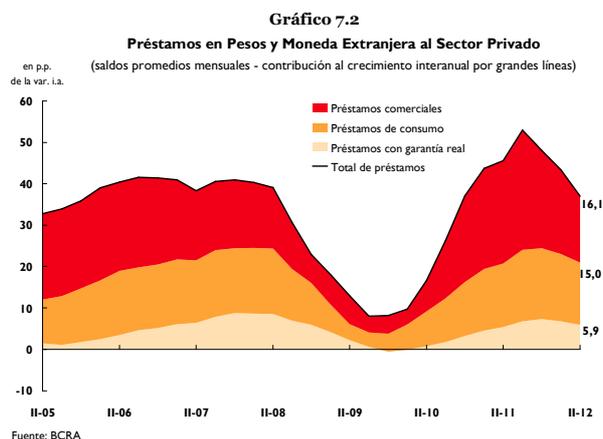
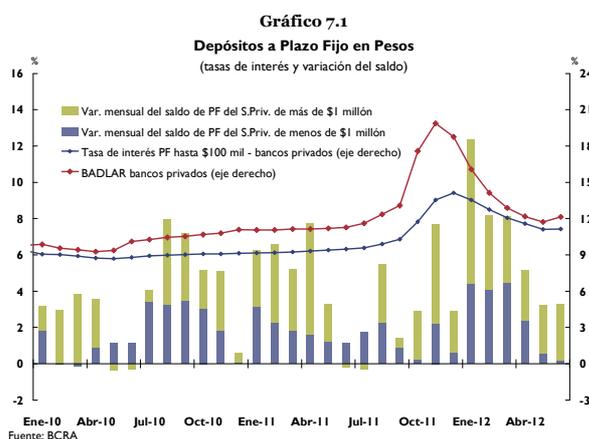
*Excluye Transferencias automáticas a Provincias.
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda

7 Política Monetaria y Mercado de Activos

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

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

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



8 Precios

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

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

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

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

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

