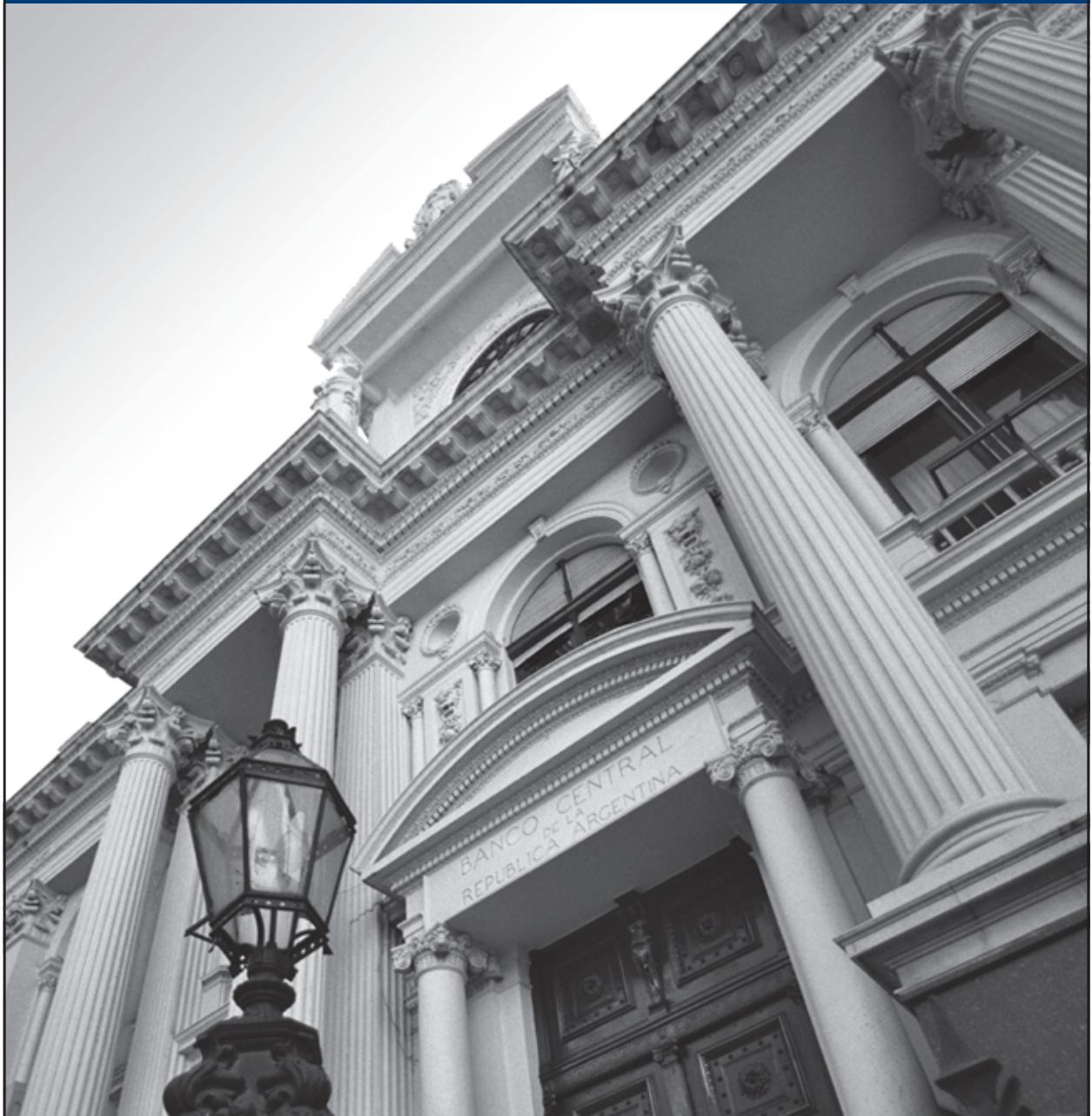


Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

Diciembre de 2015



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

Diciembre de 2015



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

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

ISSN 2313-9498
Edición electrónica

Fecha de publicación | Diciembre de 2015

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

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

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

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

Prefacio

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

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

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

Buenos Aires, 10 de diciembre de 2015.

Contenido

Pág. 5 | 1 Síntesis Ejecutiva

Pág. 10 | 2 Contexto Internacional

Pág. 22 | *Apartado 1 / El Fenómeno de las Cadenas Globales de Valor*

Pág. 25 | 3 Actividad Económica

Pág. 35 | *Apartado 2 / Evolución Reciente del Sector de Hidrocarburos*

Pág. 39 | 4 Condiciones Socio-económicas

Pág. 44 | 5 Sector Externo

Pág. 50 | 6 Finanzas Públicas

Pág. 56 | 7 Precios

Pág. 64 | *Apartado 3 / Evolución Reciente de los Términos de Intercambio de América Latina*

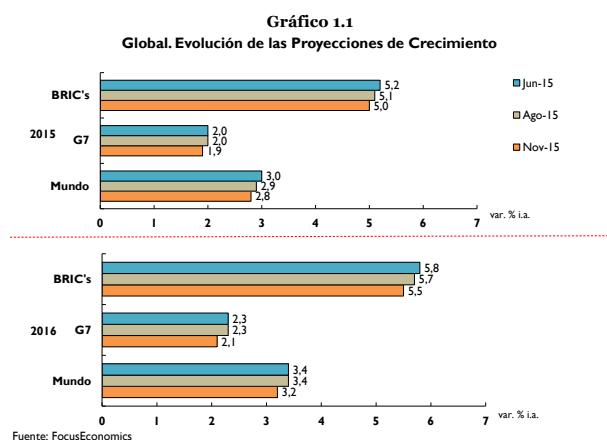
Pág. 67 | 8 Mercados Financieros

Pág. 75 | *Apartado 4 / Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos: Antes y Despues de la Expansión Cuantitativa*

Pág. 78 | 9 Política Monetaria

Pág. 88 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

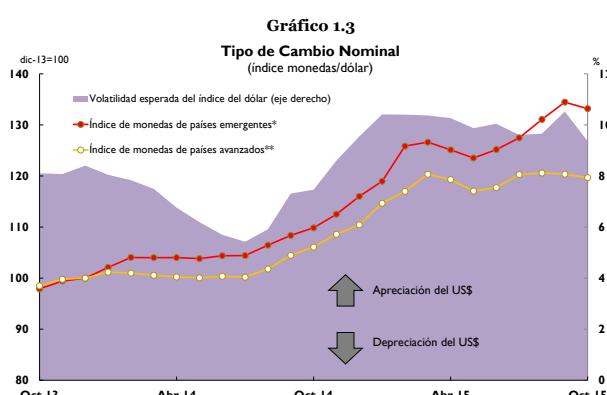
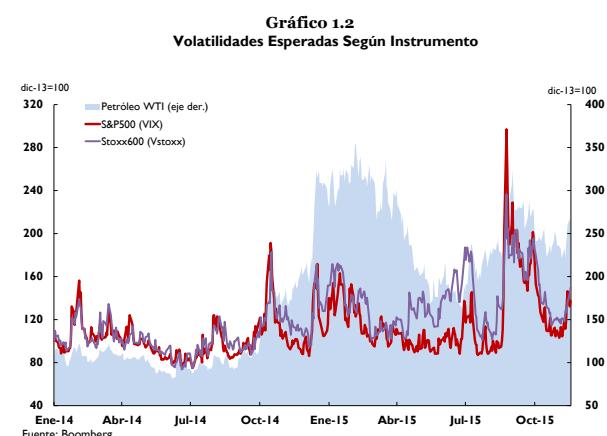
1 Síntesis Ejecutiva



Desde la última edición del **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria**, en agosto pasado, los pronósticos de crecimiento global para 2015 y 2016 se corrigieron a la baja marginalmente. Si bien los países avanzados volvieron a registrar un mejor desempeño económico, con cierta heterogeneidad al interior del agrupado estimulado por el prolongado ciclo monetario expansivo y cierta neutralidad fiscal, en las naciones emergentes la actividad económica siguió mayormente desacelerándose, influyendo sobre dicha tendencia, en algunos casos, la fuerte disminución de los precios de las materias primas y la presencia de condiciones de financiamiento externo menos favorables.

En el tercer trimestre del año se observó en los mercados financieros una significativa caída de los precios de los activos y un fuerte aumento de la volatilidad esperada. A la crisis de Grecia y la incertidumbre sobre el impacto que tendrá en la trayectoria económica mundial el inminente inicio del ciclo contractivo de política monetaria de los Estados Unidos se sumó el desplome bursátil en China y la depreciación del renminbi. No obstante, a comienzos del cuarto trimestre los precios mejoraron y la volatilidad disminuyó, de forma tal que en lo que va del segundo semestre del año se acumulan resultados mixtos en los mercados financieros.

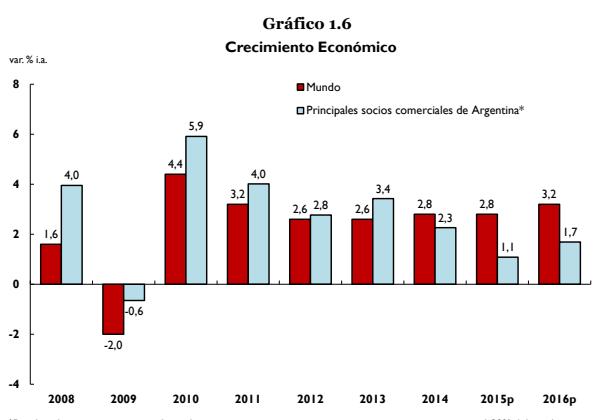
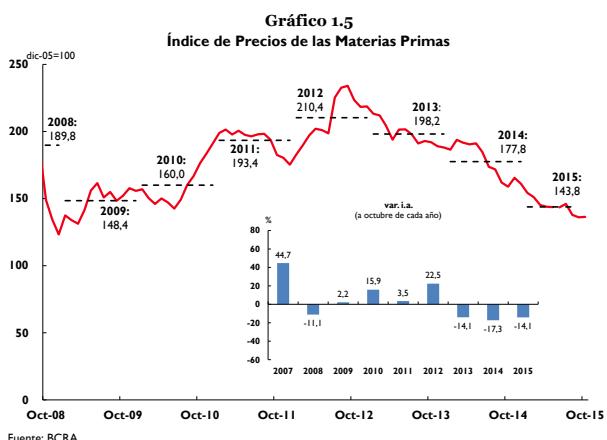
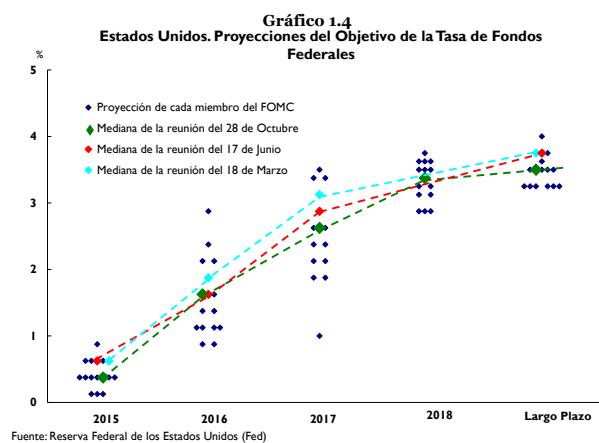
En este marco, el dólar superó los registros del año previo respecto de la generalidad de las monedas, más allá de cierta estabilidad en el margen. La apreciación multilateral del dólar, conjuntamente con la sobreoferta de materias primas, siguieron actuando como factores bajistas de los precios de estos productos. En tanto, la financiarización (posiciones especulativas y de arbitraje en los mercados de activos financieros) asociada a estos bienes exacerbó los movimientos.



*Prom. simple de India, Indonesia, Ucrania, Chile, Brasil, México, Turquía, Sudáfrica, Rusia y Corea. **Promedio ponderado por comercio con Estados Unidos de Zona del euro, Inglaterra, Japón, Reino Unido, Suiza, Australia y Suecia.

El crecimiento global proyectado para 2015 asciende a 2,8%, aumento equivalente al del año previo. Este desempeño contempla un mayor ritmo de expansión de las naciones avanzadas, en tanto que los países en desarrollo evidenciarían una evolución menos favorable que en 2014. Para el año próximo, se estima una aceleración en la tasa de aumento de la actividad en uno y otro grupo de países, lo que daría lugar a un crecimiento de 3,2% del PIB mundial.

No obstante, persisten diversos factores que podrían restar dinamismo al crecimiento global. Entre ellos se encuentran una eventual desaceleración del crecimiento de China, las dudas acerca de la permanencia de Grecia en la zona del euro, el impacto de una

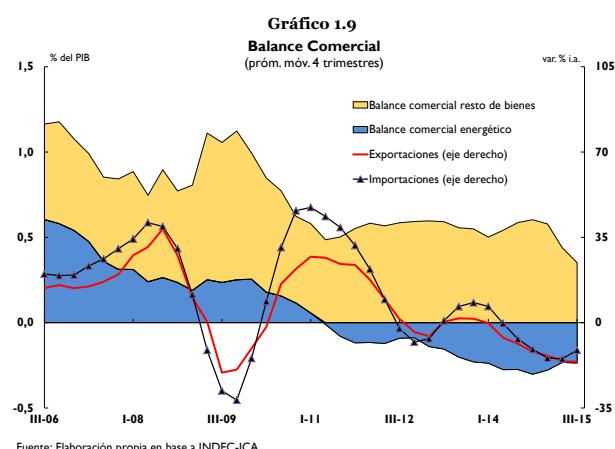
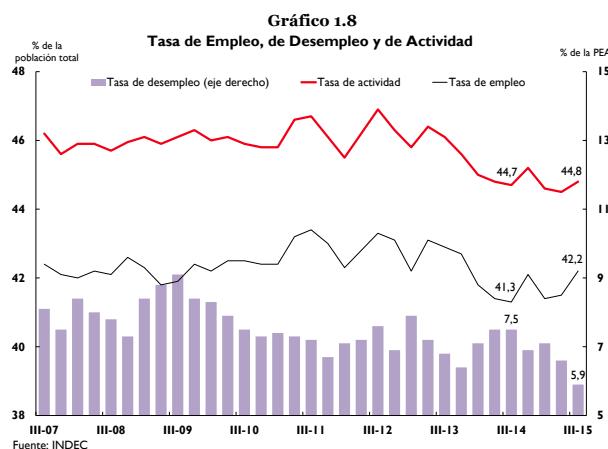
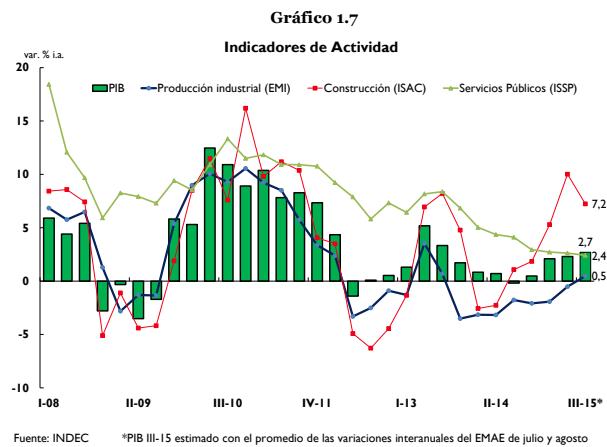


fuerte corrección del precio del petróleo, las presiones deflacionarias en las economías avanzadas y los efectos de contagio que podría generar un aumento de la volatilidad en los mercados. En relación a esto último, se desconoce en qué medida los precios en los mercados de activos financieros y de materias primas han incorporado el impacto del potencial cambio de las políticas monetarias en las economías desarrolladas, por lo que no se descartan nuevos episodios de estrés financiero que conduzcan a mayores volatilidades implícitas en los precios de ciertos activos.

Argentina enfrentó a lo largo de este año un contexto externo caracterizado por la caída de los precios internacionales de los principales productos de exportación y la desaceleración del crecimiento de sus socios comerciales. En efecto, el Índice de Precios de las Materias Primas —que elabora el BCRA y que captura la evolución de las cotizaciones de los principales productos primarios de exportación del país— siguió contrayéndose en 2015, y se ubicó en el tercer trimestre 17% por debajo de su nivel de un año atrás. Por su parte, se estima una expansión económica cercana a 1% en 2015 para los principales socios comerciales, nuevamente inferior al promedio mundial. Las previsiones para 2016 señalan cierto repunte del crecimiento del conjunto de países que concentran nuestra demanda externa, al tiempo que los precios de los principales productos de exportación mantendrían valores similares a los de 2015.

En este marco, las cantidades exportadas de bienes y servicios disminuyeron 0,5% interanual (i.a.) en el primer semestre de 2015, tendencia que se mantuvo entre julio y septiembre. Pese a ello, la actividad económica exhibió un alza en la primera mitad del año (2,2% i.a.) fundamentalmente debido al desempeño del consumo privado (0,8% i.a.), y en menor medida, de la inversión (3% i.a.).

Los indicadores adelantados dan cuenta de un nuevo aumento interanual en el gasto de las familias en el período julio-septiembre de 2015. La facturación en las principales cadenas de supermercados y centros de compras aceleraron su crecimiento a 27,7% i.a. y a 41,2% i.a., respectivamente. En igual sentido, la recaudación del impuesto al valor agregado creció con más fuerza, al elevarse 32,4% i.a. en el mismo lapso. Todo ello en un contexto en el que la tasa de inflación se mantuvo sin mayores cambios y con alto grado de correlación en todos los indicadores. Por su parte, los índices que miden las cantidades demandadas de bienes de consumo también presentaron alzas en el tercer trimestre: las ventas en los comercios minoristas subieron 2,2% i.a.; las de autos aumentaron 7% i.a., mientras que las importaciones de bienes de consumo lo hicieron en torno a 17% i.a.



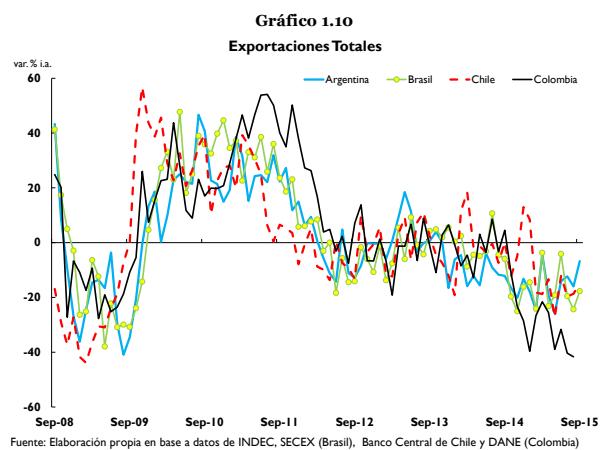
El consumo privado siguió apalancado por las favorables condiciones laborales —que se reflejaron en el sostenimiento de elevados niveles de masa salarial— y las políticas de ingresos tendientes a reforzar los recursos de los sectores más vulnerables. En efecto, la masa salarial se expandió en el tercer trimestre de 2015 a partir del aumento del empleo y una leve aceleración de los salarios (29,5% i.a.). La tasa de empleo representó al 42,2% de la población, indicando un aumento de 0,9 puntos porcentuales (p.p.) respecto de la registrada un año atrás, propiciando una reducción de la tasa de desempleo hasta 5,9% de la población económicamente activa.

Por su parte, la mejora en el desempeño de la inversión se reflejó en las mayores importaciones de bienes de capital y de sus piezas y accesorios. Asimismo, la construcción —que fue uno de los sectores más dinámicos durante el primer semestre del año— mantuvo su expansión entre julio y septiembre (7,2% i.a.; de acuerdo con el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción).

Entre las medidas recientes tendientes a promover el gasto en capital se encuentra la normativa a través de la cual la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN) fijó una serie de criterios para que los Fondos Comunes de Inversión (FCI) de infraestructura y de Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) puedan ser considerados computables al “inciso k” que obliga a las compañías de seguro a efectuar inversiones productivas. También se cambió la forma en la que se computan estos fondos en el cumplimiento del inciso. Por su parte, la CNV fijó requisitos para que la generalidad de los FCI reoriente hasta el 2,5% de sus inversiones a financiamiento productivo, de infraestructura y PyMEs.

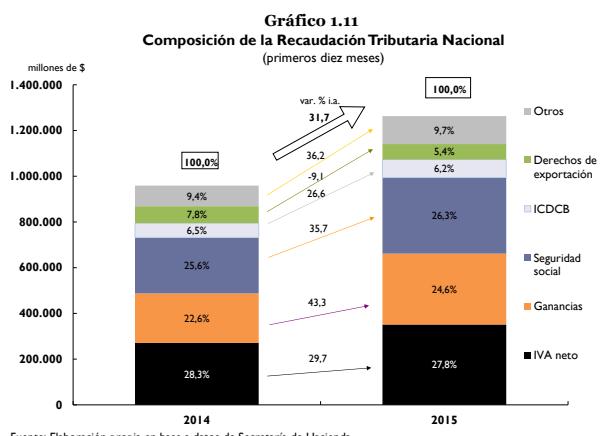
Estas disposiciones se suman al conjunto de instrumentos ya disponibles para financiar a la inversión. Al respecto, el Banco Central dispuso de una nueva etapa para el otorgamiento de préstamos en el marco de la Línea de Créditos a la Inversión Productiva (LCIP); mientras que el Gobierno Nacional dio continuidad al Programa de Crédito Argentino (PROCREAR) y al Fondo para el Desarrollo Económico Argentino (FONDEAR), entre otros.

El incremento del gasto interno en el tercer trimestre de 2015 fue posible a partir de la mayor producción interna y, a diferencia del primer tramo del año, del aumento de los volúmenes importados. En efecto, las cantidades adquiridas de bienes en el exterior crecieron en dicho período contrarrestando prácticamente la baja en los precios. Así, entre julio y septiembre el valor importado recortó la caída hasta

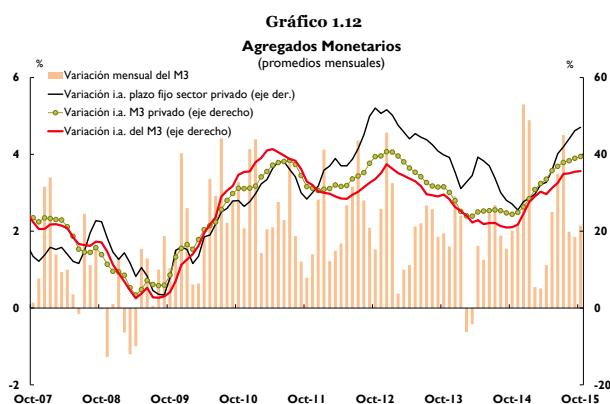


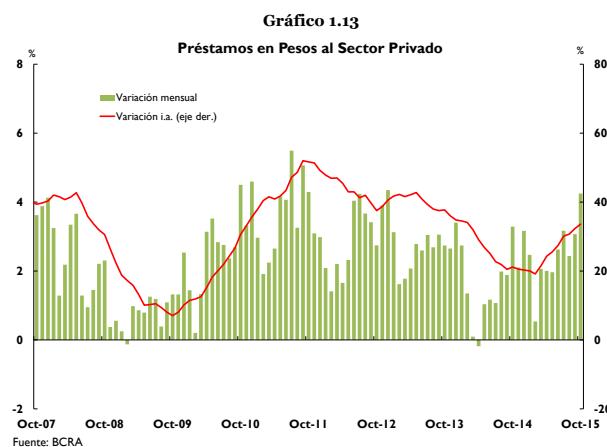
1,9% i.a., después de haber acumulado una disminución de 13,5% i.a. en los primeros seis meses del año. Las exportaciones de bienes también registraron un alza de las cantidades despachadas entre julio y septiembre, a partir de la recuperación de las ventas de manufacturas agropecuarias vinculadas al complejo sojero. Esta mejora en los volúmenes exportados se conjugó con la fuerte caída de los precios, dando como resultado una merma en las ventas externas de 11,8% i.a., acumulando una baja de 15,8% i.a. en lo que va de 2015. De este modo, el superávit comercial sumó US\$1.551 millones entre enero y septiembre de este año, US\$4.064 millones por debajo del observado en igual lapso de 2014.

El débil desempeño del sector externo derivado de los menores precios internacionales de las materias primas —que se reflejó en una fuerte caída de los términos del intercambio— y de la debilidad de la demanda externa fue común a todos los países de la región. En este contexto, se observó una merma en las reservas internacionales influenciada, entre otros, por aquellos pagos de los servicios de la deuda pública con impacto en el balance de pagos, los cuales fueron particularmente elevados al registrarse la cancelación del Boden 2015 por un total de US\$5.899 millones. De esta manera, entre julio y octubre las reservas internacionales disminuyeron US\$6.900 millones, alcanzando un nivel cercano a los US\$26.000 millones a fines de dicho período.



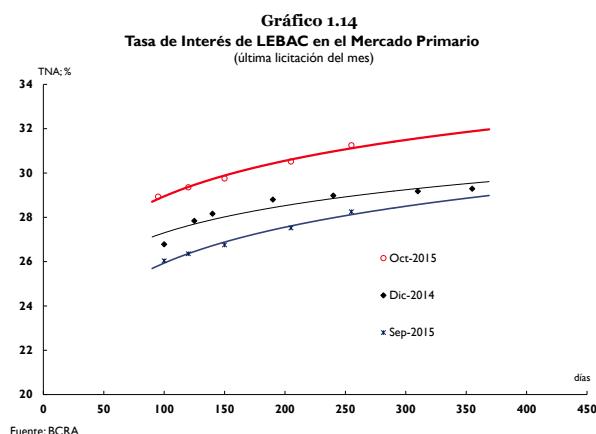
En materia fiscal, en lo que va del segundo semestre, la recaudación tributaria nacional creció en torno al 30% respecto de los niveles de un año atrás. Los tributos ligados a las transacciones internas —como los recursos de la seguridad social, el impuesto a las ganancias y el impuesto al valor agregado— mantuvieron elevadas tasas de aumento interanual, mientras que aquellos asociados al comercio exterior tuvieron un desempeño más acotado. El incremento de los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) fue de 38% i.a. durante julio —última información disponible—, mientras que las erogaciones primarias se expandieron a igual ritmo, impulsadas por las transferencias corrientes al sector privado (que incluyen las asignaciones familiares y los subsidios), por las prestaciones previsionales y por las remuneraciones. Así, en los últimos doce meses a julio de 2015, los resultados primario y financiero del SPNF se ubicaron cerca de -1,7% y -3,6% del PIB, respectivamente. El Tesoro Nacional (TN) continuó afrontando sus necesidades de financiamiento tanto a partir de diversas colocaciones de instrumentos en el mercado (en torno a los \$48.000 millones entre julio y octubre) como de fuentes provenientes del resto del sector público.





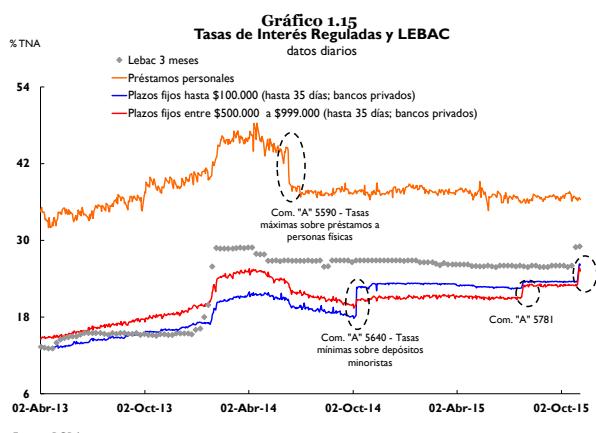
En el mercado monetario, las políticas en marcha dirigidas a fomentar el crédito al sector productivo, junto con aquellas destinadas a promover el financiamiento en condiciones más favorables para las familias, fueron los principales impulsores de los préstamos al sector privado, que en lo que va del año vienen mostrando una aceleración en su ritmo de crecimiento pasando de un alza nominal de 27,4% i.a. en junio a 33,6% i.a. en octubre.

Este mayor dinamismo de los préstamos se fondeó en gran medida con el alza de los depósitos a plazo fijo del sector privado, que crecieron 47% i.a. a fines del décimo mes del año, contribuyendo al alza de los agregados monetarios en pesos —35,6% i.a. para el M3 y 39,4% i.a. para el M3 privado—.



Los depósitos a plazo fijo del sector privado, principalmente aquellos del segmento minorista, se beneficiaron de la política de tasas de interés mínimas establecida por el BCRA en octubre de 2014, cuya cobertura se amplió en julio pasado. El monto de los depósitos alcanzados por la medida aumentó a partir de julio de este año desde \$350 mil hasta \$1 millón, y desde entonces el límite abarca tanto a las imposiciones de las personas físicas como de las jurídicas.

Además, a fines de octubre el BCRA elevó las tasas de interés de las LEBAC a tasa predeterminada en 3 p.p. hasta 28,93% y 29,35% para los plazos de 90 días y 120 días, respectivamente. Dado que estas tasas de interés se emplean como referencia para establecer las tasas mínimas de los depósitos a plazo según el esquema antes mencionado, dicho aumento implicó que, a partir de noviembre, las tasas para los ahorristas pasaran a ubicarse en torno a 26%, por colocaciones de 30 a 44 días de plazo y por encima de 29%, para 180 días o más de plazo para los montos menores a \$ 1 millón.



Por último, hacia fines de julio el Banco Central incrementó las tasas de interés de su corredor de pasos entre 5 p.p. y 7 p.p., y a fines de octubre, volvió a aumentarlas, en este caso 3 p.p. adicionales. Estas medidas procuran limitar la volatilidad de las tasas de interés del mercado interfinanciero ante cambios en los niveles de liquidez de corto plazo en las entidades, al alinear el corredor de tasas de interés, adecuándolo con la estructura de las tasas de interés del mercado. A su vez, se busca profundizar la estabilidad financiera en un contexto de mayor volatilidad.

2 Contexto Internacional

La economía mundial siguió moderando su crecimiento en el tercer trimestre del año hasta 2,5% interanual (i.a.), mientras se sostuvo una importante heterogeneidad de desempeños entre países. Los pronósticos de expansión a nivel global se redujeron respecto de agosto pasado, con la excepción de los de Europa y los Estados Unidos. En la revisión incidió particularmente la perspectiva de suba de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal estadounidense. En este escenario, el contexto internacional continúa siendo desfavorable para nuestro país como consecuencia del deterioro en el crecimiento de los principales socios comerciales de Argentina, básicamente por la evolución económica en China y Brasil, y de la caída en los precios internacionales de las materias primas, los cuales se mantuvieron en niveles inferiores a los de años previos.

Entre las economías avanzadas se prolongaron las asimetrías en las trayectorias económicas, así como también en las políticas adoptadas por sus autoridades. Si bien se prevé que antes de fin de año o a principios de 2016 se inicie el ciclo alcista de las tasas de interés de referencia para la política monetaria estadounidense, aún persiste la incertidumbre respecto de cuál será el sendero del ajuste y su magnitud. En particular, tras la profundización de la crisis financiera internacional en 2008, se identifican nuevos condicionantes estructurales, cobrando relevancia el debate vinculado con la definición de la tasa de interés objetivo de largo plazo por parte de la autoridad monetaria estadounidense. Persisten las dudas respecto de la correcta evaluación de la solidez de la recuperación económica de las economías avanzadas, cuya sostenibilidad se basa actualmente en la favorable evolución reciente de los Estados Unidos y en la lenta pero paulatina mejora de la actividad económica europea. En sentido opuesto, Japón continúa sin aportar al dinamismo global, manteniendo un exiguo desempeño desde la década de los noventa.

Las implicancias para las economías en desarrollo de las decisiones de política que se adoptan en los países avanzados son significativas; ellas influyen sobre la evolución esperada de la demanda global, la paridad multilateral del dólar y los flujos de capitales transnacionales, entre otros factores. Asimismo, se desconoce en qué medida los mercados de activos financieros y de *commodities* incorporaron en la determinación de sus precios el escenario de modificaciones de las políticas monetarias.

Las economías emergentes, manteniendo la notable excepción de India, siguieron moderando su ritmo de expansión y enfrentan perspectivas menos favorables que en el trimestre pasado. Los países en desarrollo más afectados fueron nuevamente los exportadores de materias primas y aquellos más dependientes del financiamiento externo. La abundante oferta de materias primas y la debilidad de la demanda mundial siguieron imprimiendo un sesgo bajista sobre los precios internacionales de los *commodities*. Por otro lado, la mayor parte de las economías emergentes registró fuertes depreciaciones de sus monedas como principal forma de adaptación al adverso contexto internacional con condiciones de financiamiento externo menos favorables. En aquellas economías en las cuales se verificaron desvalorizaciones significativas de las monedas locales comenzaron a observarse presiones inflacionarias, aún en un contexto de importantes caídas de los precios internacionales de las materias primas.

Gráfico 2.1
PIB Real

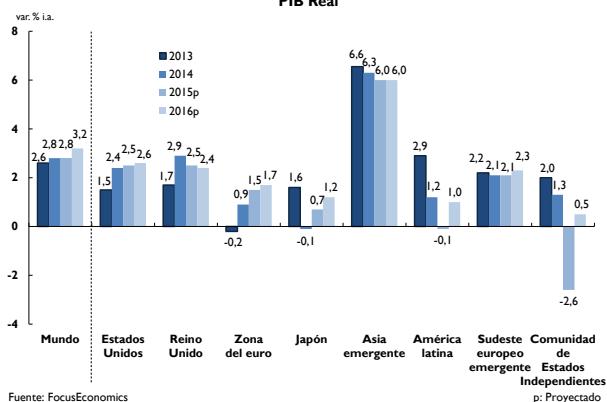
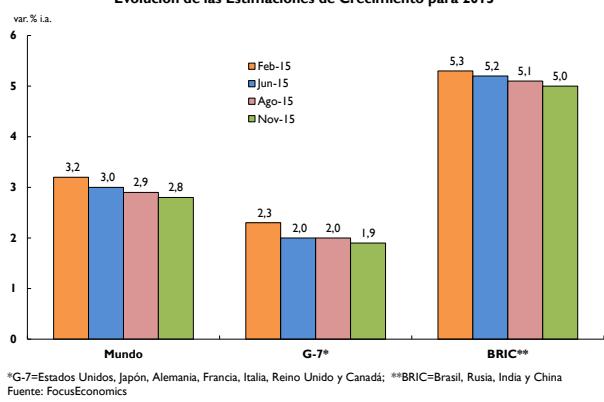
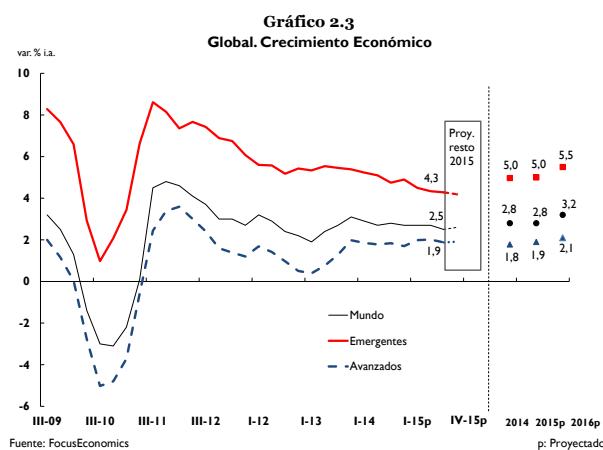


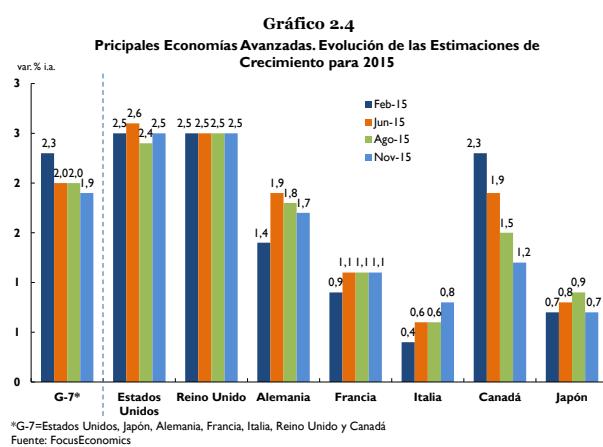
Gráfico 2.2
Evolución de las Estimaciones de Crecimiento para 2015



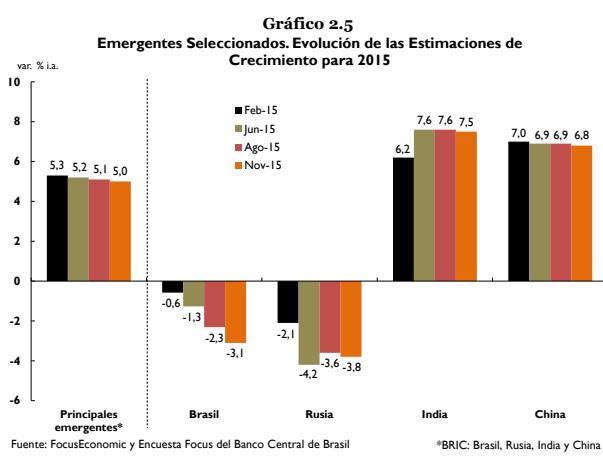


2.1 Economía Global

Las condiciones y perspectivas del escenario internacional continuaron deteriorándose respecto al trimestre previo. La actividad mundial volvió a registrar una moderación en el ritmo de crecimiento, producto de una desaceleración de la mayoría de las economías emergentes y de algunas avanzadas (ver gráfico 2.3). Considerando los pronósticos para el resto del año, el crecimiento global para 2015 ascendería a 2,8%, aumento comparable al de 2014. Este desempeño contempla un mayor ritmo de expansión de las naciones avanzadas respecto al año anterior, en tanto que los países en desarrollo evidenciarían una evolución menos favorable (ver gráfico 2.1).

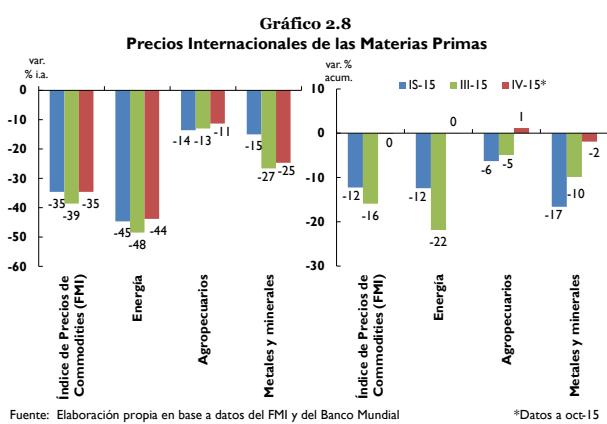
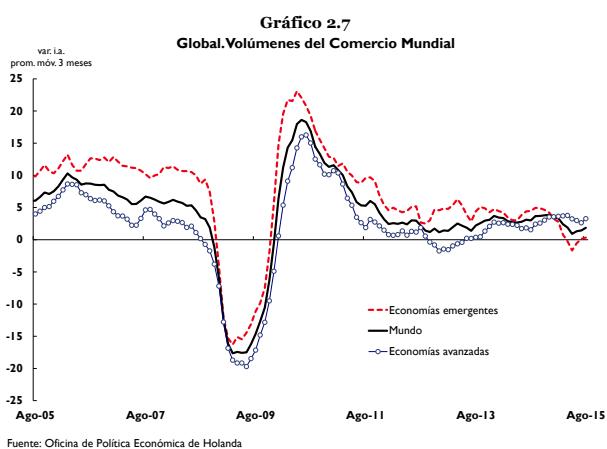
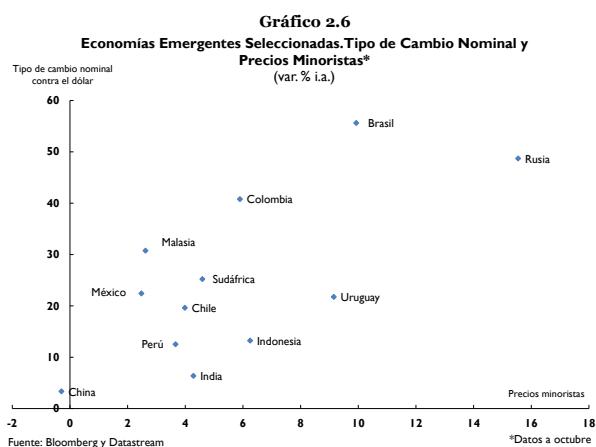


El grupo de las principales regiones desarrolladas continuó recuperándose lentamente y con cierta heterogeneidad entre sus integrantes al mostrar un crecimiento próximo al 2,0% interanual (i.a.) en el tercer trimestre. Dentro de los pronósticos de actividad en las economías desarrolladas para 2015 se destacaron las menores previsiones para Japón, Canadá y Alemania, compensadas por una leve mejora de los pronósticos para los Estados Unidos e Italia, mientras que las perspectivas para el Reino Unido se mantuvieron inalteradas (ver gráfico 2.4). Asimismo, siguieron prevaleciendo asimetrías en las estrategias de política económica —con un sesgo monetario contractivo en los Estados Unidos y más expansivo en la zona del euro y en Japón—; éstas continuarán afectando los flujos de capitales globales, las condiciones de financiamiento internacionales y las paridades cambiarias. Por su parte, se mantienen ciertos factores que podrían sostener el impulso de la actividad en las economías avanzadas tales como las perspectivas de reactivación del crédito, una política fiscal más neutral, menores precios de la energía y la mejora de las expectativas de los agentes económicos en un contexto de fortalecimiento de los mercados de trabajo.



Las principales naciones en desarrollo, por su parte, mantuvieron un bajo ritmo de expansión entre julio y septiembre (en torno a 3,9% i.a.) —ante el acotado dinamismo del comercio exterior, los menores precios de las materias primas y las condiciones de financiamiento externo menos favorables¹—. Se sumaron algunos aspectos idiosincrásicos, lo que contribuyó a que los pronósticos de crecimiento de estas naciones para 2015 continuaran

¹ De todas formas, las tasas de interés en las principales plazas financieras desarrolladas permanecen en niveles históricamente bajos.

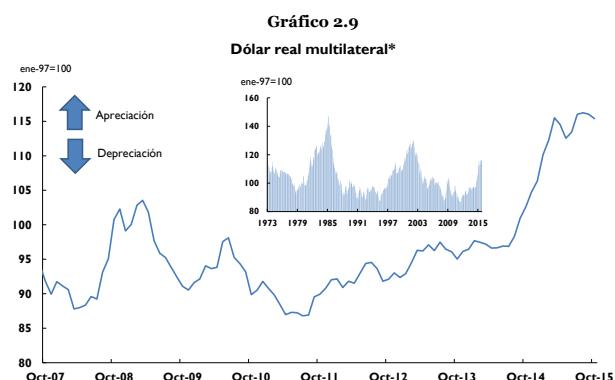


declinando (ver gráfico 2.5). Ante este escenario, la mayor parte de las autoridades de las naciones emergentes se inclinó por fuertes depreciaciones de sus monedas para enfrentar un contexto internacional más adverso con condiciones de financiamiento externo menos favorables (ver sección 8). En aquellas economías en las cuales se verificaron desvalorizaciones significativas de las monedas locales comenzaron a observarse presiones inflacionarias, aún en un contexto de importantes caídas de los precios internacionales de las materias primas (ver gráfico 2.6).

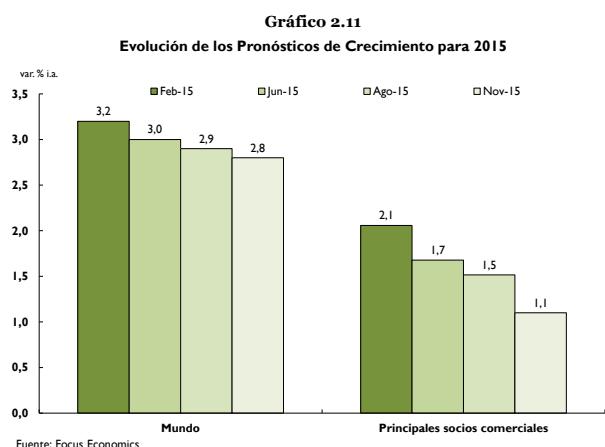
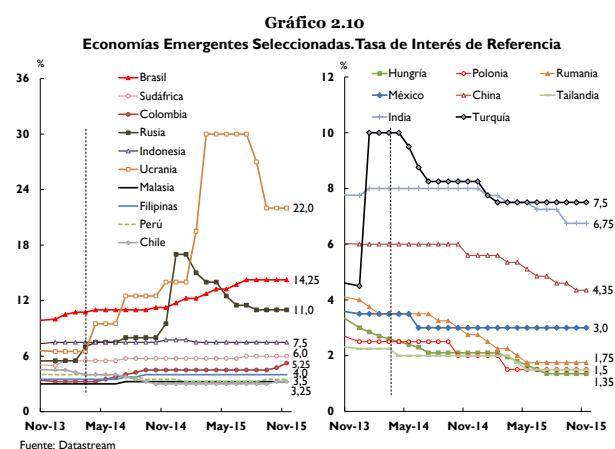
Para lo que resta de 2015 se espera que se prolonguen estos desempeños exhibidos, sin avizorarse actualmente factores que puedan implicar cambios sustantivos del contexto internacional en el corto plazo. No obstante, prevalece la incertidumbre respecto de los desarrollos de los mercados de activos financieros e inmobiliarios en China, de una eventual corrección abrupta del precio internacional del petróleo, de los factores idiosincrásicos en algunas economías emergentes relevantes (Rusia, Brasil, Turquía, etc.) y de la situación griega.

Los volúmenes del comercio mundial sostuvieron un desempeño acotado conforme al comportamiento de la actividad económica global: siguió destacándose el menor dinamismo de los países en desarrollo, que fue parcialmente compensado por la mejor evolución en las economías avanzadas (ver gráfico 2.7). Durante el tercer trimestre las transacciones internacionales habrían recuperado cierto impulso —especialmente en las economías en desarrollo—, tras el significativo deterioro que se había registrado durante el primer semestre del año. Más allá del bajo dinamismo de los últimos años, desde una mirada de mediano plazo los flujos comerciales fueron ganando peso en el Producto mundial impulsados por la mayor relevancia de nuevas regiones y por la aparición de nuevos productos que dieron forma al fenómeno de las cadenas globales de valor (ver apartado 1).

En el tercer trimestre de 2015 se destacó la merma de 16% de los precios internacionales de las materias primas (-39% i.a.; ver sección 7). Al contexto de abundante oferta —con niveles récord de producción e inventarios—, se sumó una débil demanda global para las materias primas industriales. También influyó a la baja de las cotizaciones la fuerte apreciación del dólar, al tiempo que las inversiones especulativas exacerbaron los movimientos. Así, entre julio y septiembre se verificaron des-



Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos

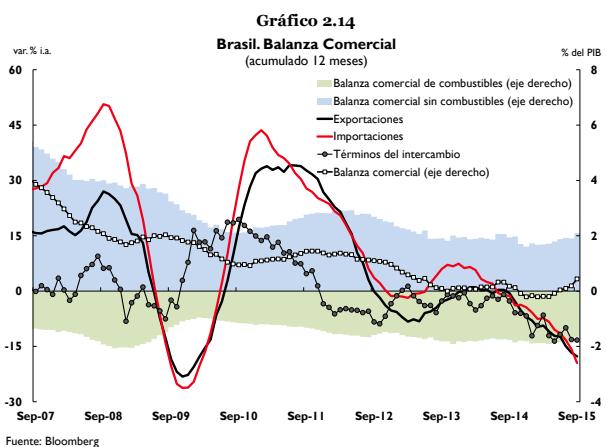
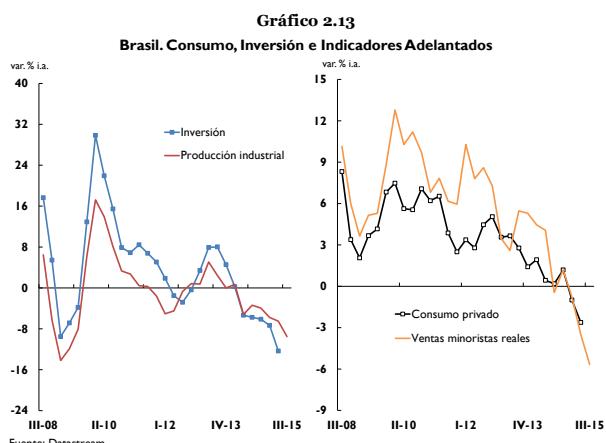
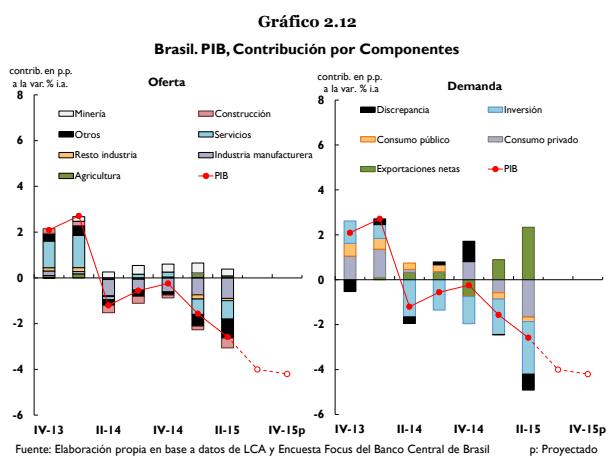


censo en las cotizaciones de los tres principales agrupados de materias primas. En ese período el índice de precios de la energía se contrajo 22%, con una merma de 24% del precio del petróleo crudo. Por su parte, los metales y minerales y los productos agropecuarios cayeron 10% y 5%, respectivamente (ver gráfico 2.8).

Las asimetrías globales en el desempeño económico y en el accionar de las autoridades seguirían contribuyendo a sostener un dólar relativamente apreciado en términos reales multilaterales (ver gráfico 2.9). De todas formas persisten dudas respecto de cómo evolucionará esta situación, tanto en términos de su duración como de la intensidad, influyendo sobre los precios de los *commodities* y afectando los riesgos patrimoniales y financieros de ciertos deudores expuestos a esa moneda. Con una perspectiva de mayor plazo, tras la profundización de la crisis financiera internacional en 2008, cobró mayor significatividad el debate vinculado con la definición de la tasa de interés objetivo de largo plazo por parte de la autoridad monetaria estadounidense, en un marco en el que se consideran nuevos condicionantes estructurales (rigideces en los mercados de empleo, cambios demográficos, estándares crediticios más exigentes, etc.).

Entre los principales focos de preocupación, seguirán evaluándose los riesgos sobre la estabilidad financiera internacional asociados a los elevados precios en términos históricos de ciertos activos financieros (en particular, de los bonos soberanos en las principales naciones avanzadas) —tras un largo período de amplia liquidez mundial—, los cuales podrían ser objeto de reducciones súbitas y conducir a reverisiones en los flujos de capitales que se destinan a los países emergentes.

En perspectiva, en un contexto donde las economías avanzadas parecen recuperarse, la tendencia a la desaceleración que vienen mostrando las economías emergentes de gran tamaño —especialmente de China, Brasil y Rusia— pasaría a revertirse en los próximos trimestres de acuerdo a las proyecciones de mercado, por lo que la evolución de sus desempeños se constituye como otro importante foco de atención. En este sentido, si bien la moderación de la actividad económica fue generalizada entre las principales naciones en desarrollo —con la notable excepción de India—, se mantuvo la heterogeneidad de desempeños y de respuestas de política económica entre estos países. Por ejemplo, durante el tercer trimestre del año se dio continuidad



al ciclo alcista de subas de la tasa de interés de referencia de política monetaria en Brasil y se registraron incrementos en Sudáfrica y Perú y, empezado el cuarto trimestre, en Colombia y Chile. Otros casos, como Rusia y Ucrania continuaron limitando los sesgos contractivos al tiempo que se verificaron medidas expansivas en India, China —las cuales se profundizaron recientemente— y Hungría (ver gráfico 2.10).

2.2 Principales Socios Comerciales

Los pronósticos de expansión para 2015 de los socios comerciales de Argentina mostraron un constante deterioro desde fines del año pasado. Así, en conjunto volverían a presentar un crecimiento inferior al promedio global (ver gráfico 2.11).

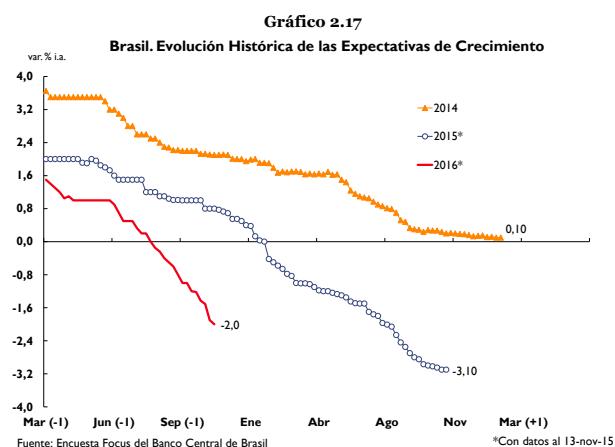
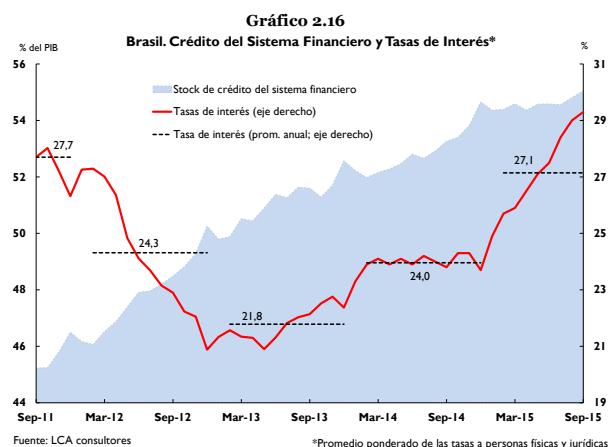
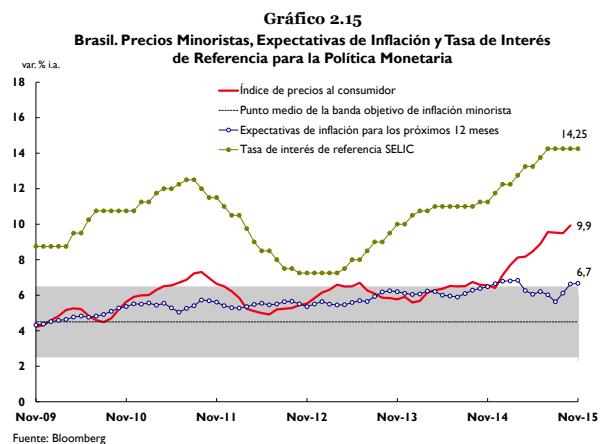
Brasil

La actividad económica en Brasil continuó en declive. Durante el tercer trimestre del año el Producto habría caído cerca de 4,0% i.a., debido fundamentalmente —de acuerdo a los indicadores adelantados— al aporte negativo del gasto interno, mientras que la contribución de las exportaciones netas habría atenuado la contracción (ver gráficos 2.12 y 2.13). Desde el lado de la oferta, se destacaron las tendencias desfavorables del sector manufacturero, de la construcción y de los servicios.

El rápido deterioro del mercado laboral en los últimos meses habría continuado afectando el gasto de las familias. La desocupación se incrementó 2,7 puntos porcentuales (p.p.) i.a. hasta 7,6% en septiembre², a partir de la destrucción neta de puestos de trabajo ante una oferta laboral en expansión. También influyó en este sentido la contracción de la masa salarial real (superior a -5% i.a. en el tercer trimestre del año). Asimismo, se redujo el crédito orientado al consumo de los hogares (destacándose la caída de las líneas para la adquisición de automóviles), lo que también incidió negativamente en la demanda de las familias. En tanto, las medidas destinadas a recomponer el resultado fiscal siguieron afectando tanto al consumo privado como al público.

Cabe señalar que la caída en el gasto interno (tanto consumo como inversión) siguió influenciada por los mayores costos de financiamiento interno y externo. En este contexto, las autoridades impulsaron una política de estímulo financiero a la inversión a

² Datos de la encuesta mensual de empleo (PME) del Instituto Brasileiro de Geografía e Estatística (IBGE).



partir de créditos blandos del Banco Nacional de Desarrollo (BNDES) y del otorgamiento de créditos hipotecarios a las familias.

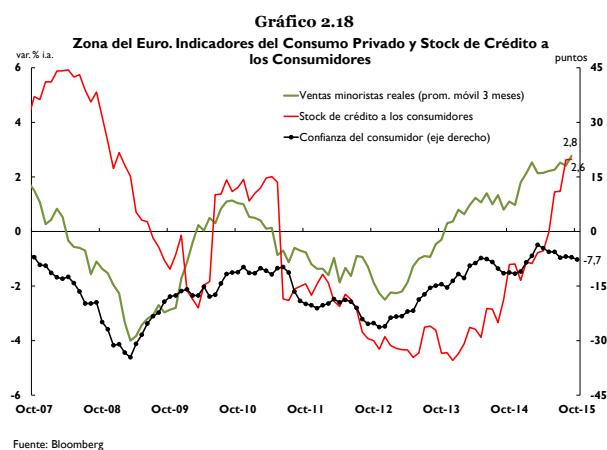
Desde la perspectiva del sector externo, en un contexto de significativa depreciación de la moneda local, el resultado comercial exhibió un ligero superávit (0,4% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses a septiembre). Así, se comenzó a revertir el deterioro observado en los últimos años, fundamentalmente a partir de una disminución de los valores de las importaciones —influidos en parte por los bajos valores internacionales de la energía—, mientras que las exportaciones cayeron a un ritmo menor (ver gráfico 2.14). Sobre el valor de las ventas externas siguieron influyendo en gran medida los bajos precios internacionales de los metales y minerales y de los *commodities* agrícolas. En efecto, al igual que en el resto de América latina, se siguió verificando un deterioro en los términos de intercambio (ver apartado 3).

Esta dinámica del comercio exterior se vio reflejada en una reducción del aún elevado déficit de la cuenta corriente, que representó 4,2% del PIB en el período.

La inflación minorista se ubicó en 9,9% i.a. en octubre, manteniéndose por encima del límite superior del rango establecido por el Banco Central de Brasil (BCB; $4,5\% \pm 2$ p.p.), y alcanzó su ritmo de expansión interanual más alto desde noviembre de 2003. Sobre esta trayectoria siguieron pesando las subas impositivas y los ajustes tarifarios que se realizaron en el sector de la energía y el transporte. En tanto, las perspectivas de inflación para los próximos 12 meses se incrementaron hasta 6,7% a inicios de noviembre (ver gráfico 2.15).

En este marco, la autoridad monetaria elevó durante el tercer trimestre del año hasta 14,25% su objetivo de tasa de interés de referencia del Sistema Especial de Liquidación y Custodia (SELIC), sosteniéndola en los niveles más altos desde julio de 2006. Así, se observó una mayor tasa de interés de mercado, en un contexto en el que el saldo de crédito del sistema financiero brasileño continuó expandiéndose en relación al tamaño de la economía hasta ubicarse en torno al 55% del PIB (ver gráfico 2.16).

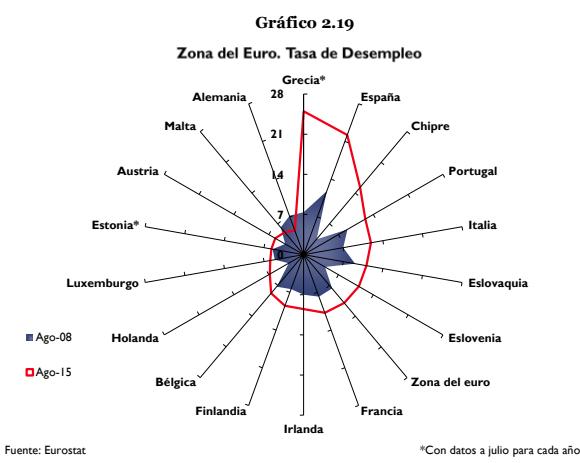
El deterioro de las perspectivas de los analistas para 2015 fue capturado en la continua reducción de las proyecciones de crecimiento para 2015 y 2016,



estimándose contracciones de 3,1% y 2,0%, respectivamente (ver gráfico 2.17).

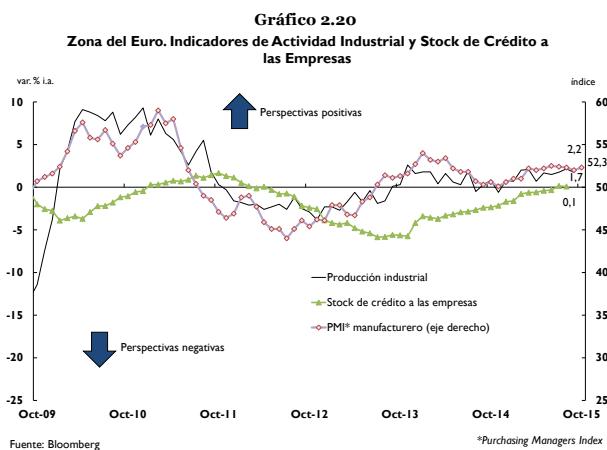
Zona del euro

La actividad económica de la zona del euro logró transitar con relativa calma las turbulencias del contexto internacional durante el tercer trimestre del año. Los indicadores parciales sugieren que el moderado ritmo de crecimiento se habría mantenido en el tercer trimestre y a inicios del último cuarto de este año. Se espera que la zona del euro crezca 1,5% en 2015, con países como España, Alemania y Francia expandiéndose a tasas del 3,1%, 1,7% y 1,1%, respectivamente, mientras que Grecia volvería a contraerse, esta vez en 1,4%.

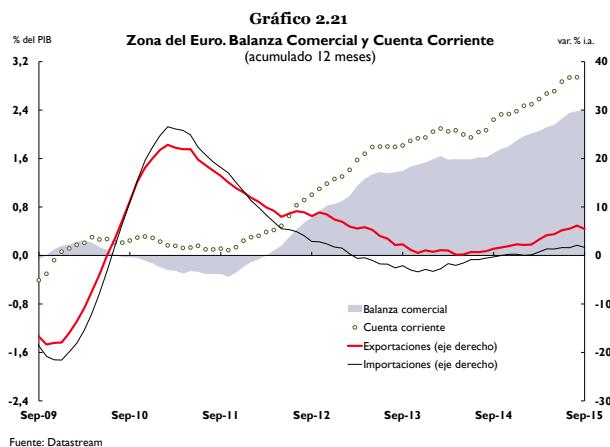


Por el lado de la demanda, en septiembre las ventas minoristas crecieron 2,8% i.a. en el promedio móvil de los últimos tres meses, mostrando cierta aceleración a lo largo de 2015. Por su parte, el índice de confianza del consumidor se mantuvo entre los niveles más elevados de los últimos años. Además, en un contexto de una política monetaria fuertemente expansiva, el financiamiento para los hogares también continuó mejorando (ver gráfico 2.18). De todas formas, las aún elevadas tasas de desempleo —con una marcada heterogeneidad entre los países que conforman el área— siguieron mitigando la expansión del gasto de los consumidores. La tasa de desocupación se ubicó en agosto en 11,0%, reduciéndose 0,5 p.p. respecto de igual período del año previo. Grecia y España continuaron siendo los países con mayores niveles de desempleo, con tasas de 25,0% y 22,2%, respectivamente (ver gráfico 2.19).

Desde la perspectiva de la oferta, la producción industrial aumentó 1,7% i.a. en septiembre. En tanto, el *Purchasing Managers Index* (PMI) manufacturero —que mide las perspectivas de los gerentes de compras sobre el sector— se sostuvo en 52,3 puntos en octubre, por lo cual, se espera que se mantenga estable su ritmo de expansión en el corto plazo (ver gráfico 2.20). Cabe destacar que la incertidumbre financiera de China, la incertidumbre sobre la crisis griega y el deterioro económico de Brasil y Rusia, no tuvieron un impacto negativo significativo en la confianza de los empresarios.



En relación al intercambio comercial, en un contexto de significativa depreciación de la moneda, el valor de las exportaciones siguió creciendo a un ritmo superior al de las compras externas, las cuales au-



mentaron siguiendo la trayectoria limitada pero favorable del gasto de los consumidores y a pesar de los menores precios de importación de los combustibles. Esta evolución permitió que los superávits comercial y de cuenta corriente continuaran aumentando y alcanzaran 2,4% y 3,0% del PIB en el acumulado de los últimos doce meses a septiembre y agosto, respectivamente (ver gráfico 2.21).

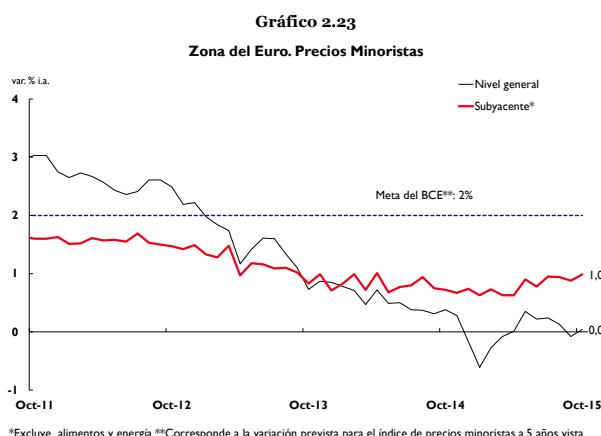
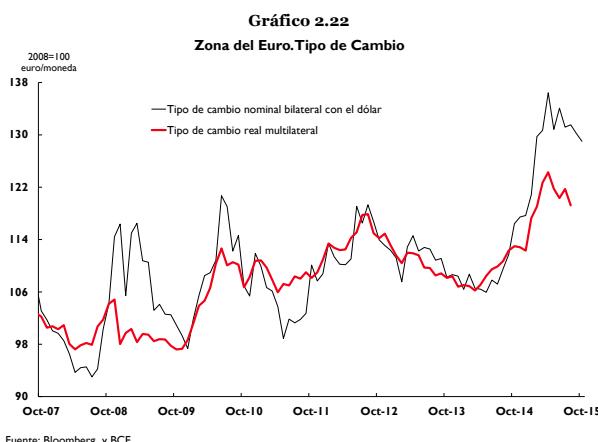
Si bien en el margen el euro mostró cierta apreciación en relación con el dólar estadounidense, exhibió una depreciación de 10,8% i.a. en octubre. Una trayectoria similar verificó el tipo de cambio real multilateral, al evidenciar en agosto una depreciación de 7,7% i.a. (ver gráfico 2.22). La merma en los precios internacionales de la energía y de los alimentos contribuyeron a que en septiembre se registrara una caída interanual del nivel general de precios minoristas por primera vez desde marzo, reavivando los temores de que la región enfrenta un proceso deflacionario (ver gráfico 2.23).

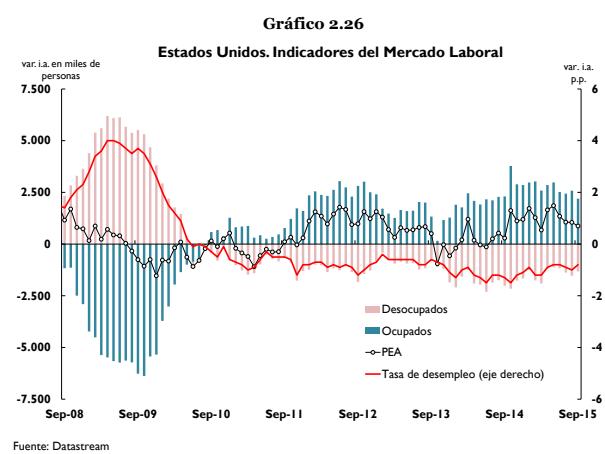
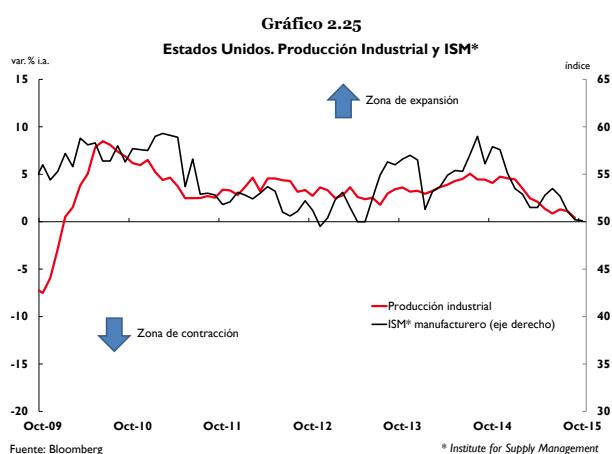
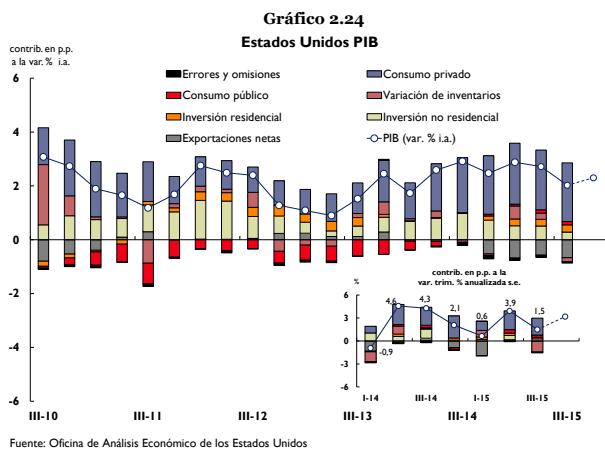
En este escenario y ante el deterioro de las perspectivas internacionales, las autoridades monetarias revisaron a la baja sus previsiones de crecimiento y anunciaron la posibilidad de ampliación de su programa de estímulo monetario en diciembre e incluso de considerar su extensión más allá de septiembre de 2016.

Estados Unidos

Los datos económicos de los Estados Unidos arrojaron resultados mixtos durante el tercer trimestre, lo cual generó en un primer momento algunas dudas respecto a si el inicio del ciclo de suba de tasas de interés de la política monetaria de la Reserva Federal (Fed) sería a fines de 2015 o si se pospondría para los primeros meses de 2016. Durante octubre y noviembre se verificó un favorable desempeño general de los indicadores económicos. Para 2015 se prevé un crecimiento económico de 2,5%, levemente por encima de la proyección que se tenía en agosto, manteniéndose como una de las expansiones más elevadas entre los países avanzados.

De acuerdo a los datos de producción, en el tercer trimestre se moderó el ritmo de expansión de la actividad, al pasar de un crecimiento de 3,9% (trimestral anualizado desestacionalizado –s.e.–) en el segundo trimestre a uno de 1,5%, afectado fundamentalmente por el comportamiento de los inventarios (ver gráfico 2.24). A su vez, el bajo dinamis-





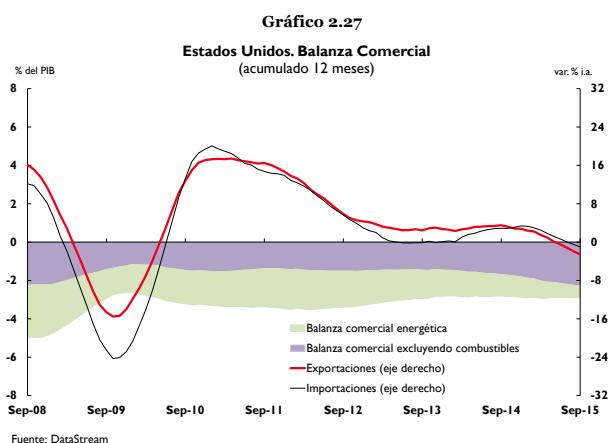
mo económico de los principales socios comerciales y el fortalecimiento del dólar ejercieron presión sobre el sector externo. De todos modos, como contrapartida, los principales componentes de la demanda —el consumo y la inversión— continuaron mostrando un crecimiento sólido.

Por el lado de la oferta, en septiembre la producción industrial volvió a desacelerarse, influida, entre otros factores, por la menor competitividad externa de las exportaciones y por la merma en la actividad de perforación en el sector hidrocarburífero asociada al menor precio internacional del crudo (ver gráfico 2.25). Estos factores también habrían afectado la creación de empleo y los niveles de inventarios.

En efecto, tras quince meses de creación de empleo en el sector no agrícola mayor a los 200.000 puestos, se frenaron ligeramente las contrataciones en el tercer trimestre (171.000) con respecto al segundo trimestre (231.000). Recientemente, los datos volvieron a mostrar una evolución muy favorable al generarse 271.000 puestos en octubre. De todos modos, pese a que el desempleo disminuyó en octubre hasta 5,0% de la Población Económicamente Activa (PEA), el valor más bajo desde abril de 2008 e inferior al rango de proyección de la Fed para fines de 2015 (5,2% 5,3%), los salarios no recuperaron impulso, acotando la expansión del gasto interno (ver gráfico 2.26).

En cuanto al sector externo de la economía, el déficit comercial se sostuvo en torno al 3% del Producto, a pesar de la reducción en el déficit de la balanza comercial energética, que se ubicó en torno al 0,6% del PIB. Tanto los valores de las importaciones como los de las exportaciones disminuyeron en el último trimestre, en línea con el fortalecimiento global de la moneda local y la debilidad de la demanda externa (ver gráfico 2.27).

Por su parte, la abrupta caída interanual en la cotización de la energía y los menores precios de los bienes importados, llevaron a la inflación minorista a valores prácticamente neutros, manteniéndola por debajo del objetivo de largo plazo del 2% anual establecido por la Fed. No obstante, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) volvió a sostener que espera que la inflación se mueva gradualmente hacia el objetivo, a medida que la influencia de estos factores de carácter transitorio se disipen, en línea con lo

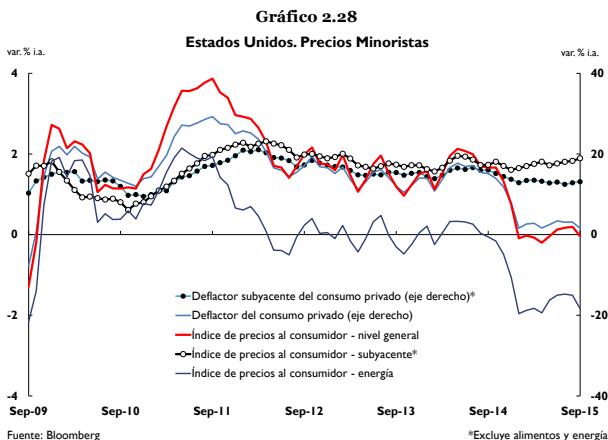


que marcan los índices subyacentes (ver gráfico 2.28).

En relación con la política monetaria, continúa esperándose un inicio del ciclo alcista de las tasas de interés de referencia a fines de 2015 o inicios de 2016, si bien esas expectativas se fueron retrasando. La Fed continuó evaluando de manera favorable al desempeño estadounidense, lo que incrementó las probabilidades de una suba inicial de la tasa de interés de referencia en diciembre de este año, en línea con la expectativa de los propios miembros del FOMC (ver gráfico 2.29).

China

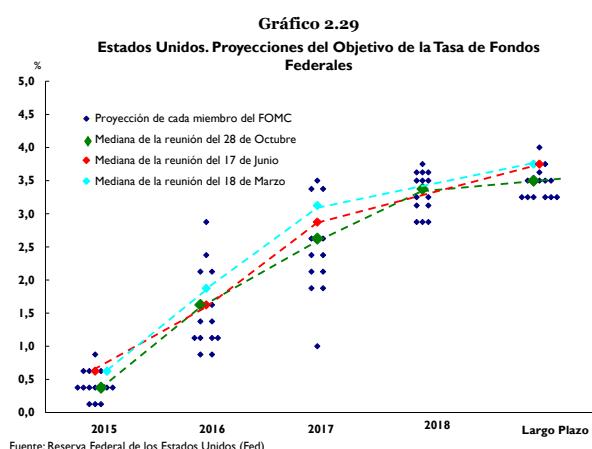
En el tercer trimestre de 2015 la actividad económica de China creció 6,9% i.a. y volvió a moderar su tasa de expansión, manteniéndose por debajo del ritmo de crecimiento de los últimos años.

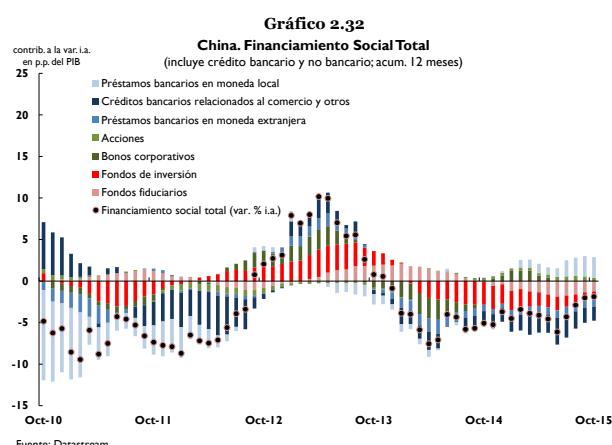
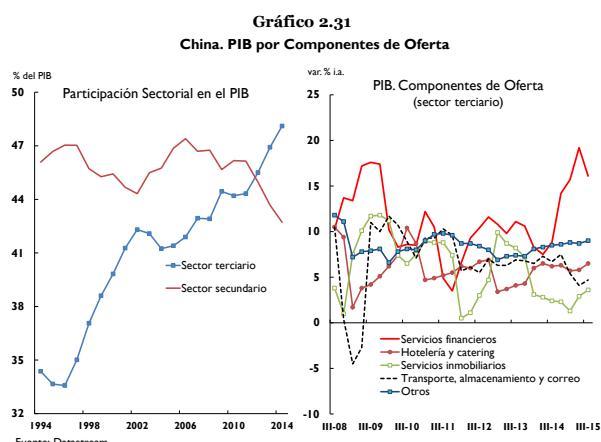
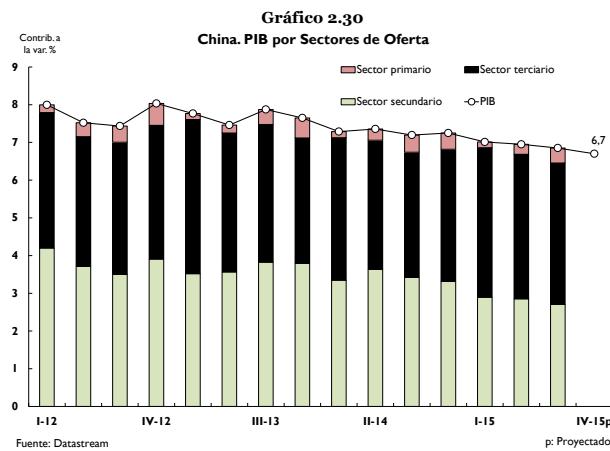


Desde la perspectiva de la oferta, esta dinámica se explicó por un menor aporte positivo del sector secundario —a partir de una trayectoria menos favorable de la actividad fabril que representa aproximadamente 83% del total sectorial y un 38% del valor agregado total— (ver gráfico 2.30). Cabe señalar que en los últimos años se ha ido incrementando la participación en el Producto del sector terciario, dando cuenta de un cambio paulatino en el peso relativo del consumo interno, cobrando gradualmente mayor participación en el PIB. En esta línea, se destacó la trayectoria reciente más favorable de los servicios financieros (ver gráfico 2.31).

Los indicadores parciales de la demanda agregada reflejan un desempeño algo más favorable del consumo privado en los últimos meses. El gasto de los consumidores se vio favorecido por mejores condiciones en el mercado laboral. En este sentido, entre enero y julio se crearon 8,41 millones de puestos de trabajo en áreas urbanas, alcanzando 84,1% de la meta anual de creación de empleo de las autoridades.

El crecimiento de la inversión (componente que representa aproximadamente la mitad del PIB) siguió desacelerándose —particularmente en activos fijos— afectada por condiciones de acceso al crédito más restrictivas para los gobiernos subnacionales respecto al año previo, lo cual mitigó la expansión de la inversión de empresas de propiedad estatal.



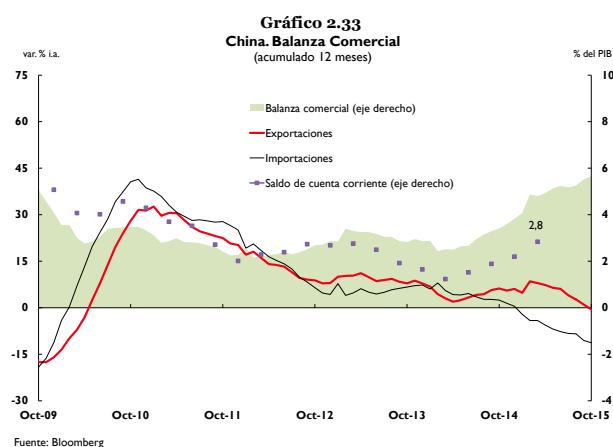


Pese a la moderación de la actividad económica, las autoridades permitieron una nueva caída (aunque con importantes recortes en el margen) del “financiamiento social total” —que mide el financiamiento total de la economía, incluyendo préstamos, bonos y otros instrumentos no tradicionales— (ver gráfico 2.32). Cabe destacar que este deterioro refleja el esfuerzo de las autoridades para reducir la vulnerabilidad financiera de una economía que presenta elevados niveles de endeudamiento interno en una comparación histórica e internacional.

Respecto al comercio exterior, las ventas externas exhibieron una merma de 0,5% i.a. en el acumulado de los últimos 12 meses a octubre. Por su parte, el valor de las importaciones continuó cayendo hasta 11,3% i.a. en el mismo período, influido por los bajos precios internacionales de las materias primas y por la moderación del ritmo de crecimiento de la demanda interna. Como resultado, el saldo comercial en el acumulado de los últimos 12 meses exhibió una mejora, representando 5,6% del PIB, prácticamente duplicando el ratio verificado en igual período del año previo. Esta tendencia redundó en una mejora en el superávit de cuenta corriente, que se ubicó en torno a 2,7% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses al segundo trimestre (ver gráfico 2.33).

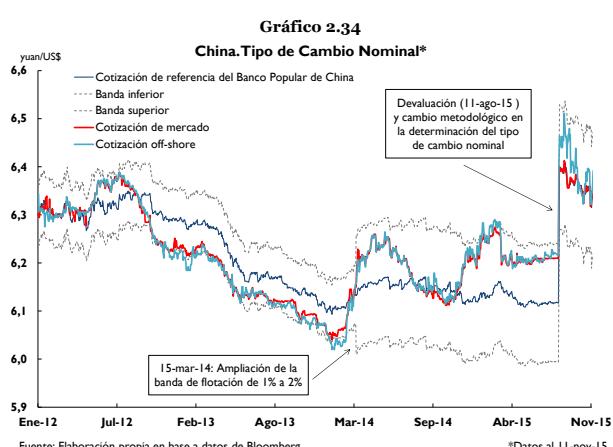
Tras la devaluación que llevó a cabo el Banco Popular de China (PBoC, por su sigla en inglés) el 11 de agosto, recientemente el yuan se apreció cerca de 4% i.a. (ver gráfico 2.34). Estos desarrollos se dieron en un contexto en el cual el Fondo Monetario Internacional (FMI) llevará a cabo un proceso de revisión de la canasta de monedas de los Derechos Especiales de Giro (DEG) a fines de noviembre de 2015. Al respecto, recientemente se conoció que los técnicos del organismo recomendaron incluir a la moneda china en la canasta de monedas de reserva internacional, al considerar que se cumplen dos criterios principales para su consideración: ser una divisa de amplio y libre uso internacional.

Las salidas de capitales que se siguieron verificando, impulsadas por las perspectivas de suba de tasas de interés de referencia de los Estados Unidos y ante las crecientes dudas en torno a la capacidad de las autoridades chinas de mantener una tasa de crecimiento en torno a la meta, implicaron que esta economía siguiera perdiendo reservas internacionales. Así, el PBoC verificó en octubre una merma de sus reservas internacionales de US\$327 mil millones (4,3 p.p. del PIB) en relación a igual período

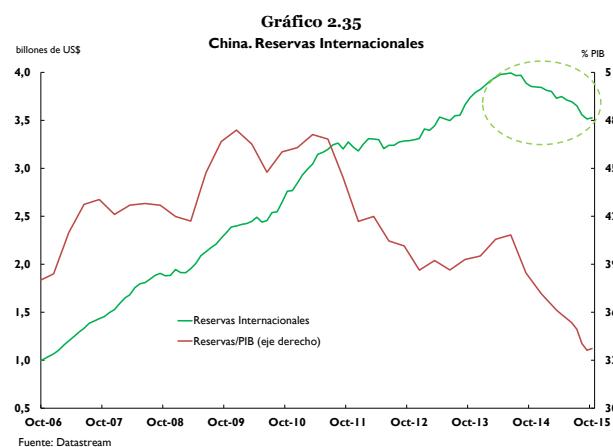


del año previo, aunque cabe destacar que aún conserva un stock cuyo nivel es uno de los mayores del mundo, tanto en valores absolutos como en relación al tamaño de su economía (ver gráfico 2.35).

Con el objetivo de dinamizar la economía, en su última reunión de octubre la autoridad monetaria decidió recortar los coeficientes de encajes para grandes bancos en 0,5 p.p. a 17,5% y sus tasas de interés para depósitos y préstamos por sexta vez en el último año, esta vez en 25 puntos básicos a 1,5% y a 4,35%, respectivamente —alcanzando un nuevo récord mínimo—. Los analistas privados prevén nuevas medidas de estímulo monetario en los próximos meses para atenuar la desaceleración de la actividad económica en un contexto de baja inflación. En tanto, las medidas tomadas hasta el momento brindaron cierta estabilidad a los principales mercados financieros.



De manera complementaria, las autoridades mantendrían un sesgo fiscal expansivo, dinamizando la inversión en infraestructura y las asociaciones entre empresas públicas y privadas. Además, se impulsarían bajas impositivas en diversos sectores. Por otro lado, recientemente se anunció la implementación de un nuevo plan quinquenal que tendrá vigencia entre 2016 y 2020. Si bien las autoridades no brindaron información detallada al respecto, los analistas especializados estiman que la meta anual promedio de crecimiento del plan se ubicaría entre 6,5% y 7%.



Apartado 1 / El Fenómeno de las Cadenas Globales de Valor

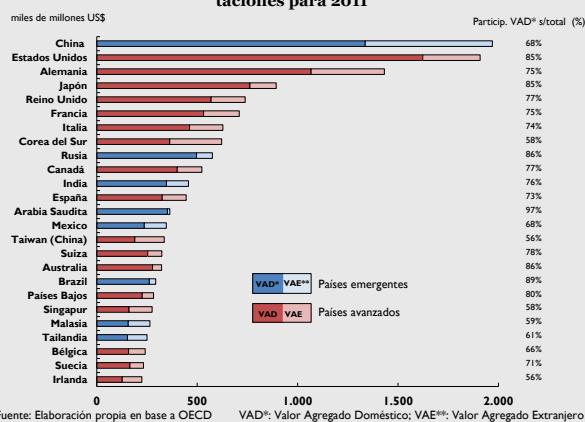
Amparado en el marco de estabilidad de las reglas de Bretton Woods primero, y en la progresiva eliminación de las barreras comerciales después, desde mediados del siglo XX el comercio internacional se ha vuelto cada vez más relevante en la economía mundial. Su tasa de crecimiento ha sobrepasado a la del Producto global, signo inequívoco de una mayor integración de los mercados. A lo largo de este período el fenómeno tomó renovados impulsos de la mano de nuevos sectores pujantes; en particular, aquellos más ligados a la revolución en las tecnologías de la información y de la comunicación, como de nuevas regiones y/o países que ganaron participación en los intercambios internacionales: los “tigres asiáticos”, en primera instancia, y China e India más recientemente.

Dentro de los cambios estructurales que ha evidenciado el comercio global, se destaca la consolidación de un fenómeno que ha venido alterando cuantitativamente los patrones de comercio y las posibilidades de inserción internacional de las economías nacionales: las cadenas globales de valor (CGV). Una CGV se define como el diseño, la producción y la distribución de bienes y servicios organizados en cadenas de actividades realizadas en diferentes lugares. En consecuencia, aquellos países participantes de estas cadenas, más que especializarse en la producción de bienes o servicios finales, se focalizan en determinadas tareas o segmentos del proceso productivo. La combinación de menores barreras arancelarias al comercio, legislaciones nacionales más receptivas para las inversiones extranjeras, la liberalización de los flujos financieros, el progreso tecnológico, la convergencia hacia estándares internacionales, y un abaratamiento de los costos de transporte y de telecomunicaciones, ha permitido la desagregación de la cadena de suministro y la localización de las distintas tareas en aquellas zonas que cuentan que ventajas específicas³.

Existen varios factores que inciden sobre la proporción del valor agregado de las exportaciones que es producida al interior de cada país⁴. Por lo general,

economías de mayor tamaño como los Estados Unidos o Japón suelen completar la cadena de valor con firmas domésticas por lo que son menos dependientes de los insumos importados. La excepción la constituye China, con una elevada incidencia de las materias primas industriales extranjeras en sus ramas productivas intensivas en mano de obra. Por el contrario, en los grandes exportadores de materias primas, como Rusia o Arabia Saudita, especializados en sectores que se encuentran en la fase inicial de la cadena, la mayor parte del valor agregado de sus exportaciones es doméstica⁵ (ver gráfico 1).

Gráfico 1 | 25 Principales Exportadores. VAD* sobre Total de Exportaciones para 2011



Fuente: Elaboración propia en base a OECD

VAD*: Valor Agregado Doméstico; VAE**: Valor Agregado Extranjero

La globalización de la producción desafía la manera tradicional en que se elaboran las estadísticas de comercio. En particular, las estadísticas de comercio exterior se basan en estimaciones del valor bruto de las exportaciones e importaciones y, por lo tanto, contabilizan varias veces el valor de los insumos intermedios que cruza las fronteras para su posterior procesamiento. Por lo tanto, para poder evaluar la importancia del comercio en el crecimiento económico de un país se necesita complementar las estadísticas existentes con otros indicadores que permitan dar cuenta de la producción a escala global⁶.

Así, con el objetivo de obtener una mayor comprensión de las CGV, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD,

³ CEPAL “La Alianza del Pacífico y el MERCOSUR: Hacia la convergencia en la diversidad”, Noviembre de 2014.

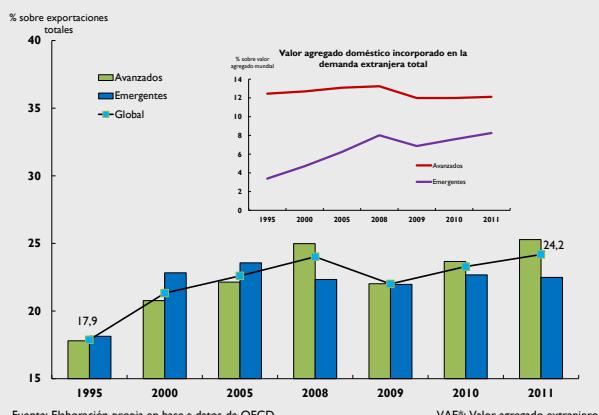
⁴ Se define como Valor Agregado Doméstico (VAD) de las exportaciones al valor añadido por los factores productivos residentes en una economía a los bienes y servicios exportados.

⁵ En la literatura estos casos se refieren a actividades con escasos encadenamientos “aguas-arriba”.

⁶ Para mayor detalle ver Apartado 2 del **Informe de Inflación** de Octubre de 2011.

por su sigla en inglés) junto con la Organización Mundial del Comercio (OMC), han desarrollado una serie de indicadores de los flujos de comercio en términos del valor agregado por origen, tanto de las exportaciones como de la demanda agregada final. Los mismos se basan en datos sobre los flujos de comercio bilaterales a nivel transacción y matrices insumo-producto para 64 economías⁷. En particular, el Valor Agregado Extranjero (VAE) de las exportaciones captura el valor de las importaciones de bienes intermedios y servicios incorporado en el precio final de las ventas externas de un país. En consecuencia, un alza en este indicador estaría reflejando una mayor presencia de las CGV en la economía mundial. En efecto, mientras que en 1995, los componentes importados representaban menos del 18% de las exportaciones brutas, hacia 2011 aproximadamente, en promedio, 1 de cada 4 dólares obtenidos por un país en el comercio mundial constituía valor agregado generado en otra economía. Al observar el fenómeno por grupo de países, podemos identificar dos tendencias: por un lado, el fenómeno es generalizado, y por otro, de forma paulatina una mayor porción del total generado en las CGV queda retenido en las economías emergentes (ver gráfico 2).

Gráfico 2 | Global. Participación del VAE* en las Exportaciones

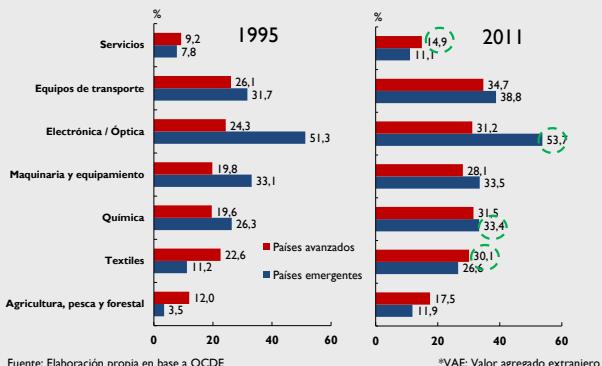


No obstante ello, cabe destacar que no todos los sectores económicos están expuestos con la misma intensidad a esta modalidad de negocios. Por lo general, los bienes de la industria manufacturera están asociados a procesos productivos que pueden ser separados en una mayor cantidad de fases –las materias primas sufren más “transformaciones” hasta llegar al bien final–, por lo que la injerencia de los insumos importados es superior. Tal es el

⁷ Para mayor detalle ver Trade in Value Added (TiVA) 2015 Indicators (http://www.oecd.org/sti/ind/tiva/TIVA_2015_Indicators_Definitions.pdf)

caso, por ejemplo, de la industria electrónica, la de maquinaria y equipamiento de producción y la de equipos de transporte. En otros sectores, más ligados a la explotación de los recursos naturales, la demanda de insumos es menor, y por consiguiente, también lo es el contenido importado de las exportaciones. En términos relativos, algo similar ocurre con los servicios, aunque en este caso pesa la condición de no transabilidad de determinadas actividades, como la construcción y los servicios personales. De todos modos, es interesante observar que el fenómeno de las CGV parece haberse difundido a todos los sectores económicos (ver gráfico 3).

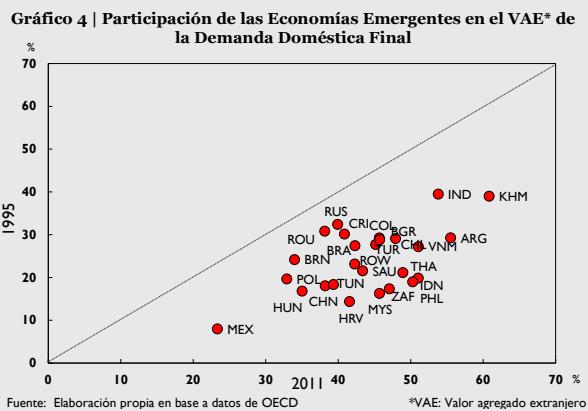
Gráfico 3 | Global. Participación del VAE* en las Exportaciones Totales por Industria



Otra cuestión relevante que se desprende del análisis sectorial es que aquellas industrias que requieren de mayores capacidades tecnológicas, como la electrónica o la química, presentan un patrón de comercio en el que la mayor parte del valor agregado de la cadena queda en manos de los países avanzados, mientras que en sectores dominados por tecnologías maduras con pocas oportunidades de innovación, como la textil, sucede exactamente lo contrario. Esto se debe en parte, a que en un comienzo, los actores principales del proceso eran fundamentalmente las empresas multinacionales, las cuales en su mayoría tenían sus casas matrices en países desarrollados. La irrupción de las CGV es una expresión de las estrategias de negocios de estas firmas, las cuales deslocalizaron y tercerizaron parte de sus procesos productivos hacia otros países en función de las ventajas específicas de cada región; concentrando en los países avanzados aquellas fases de la cadena de valor más intensivas en capital y en trabajo calificado.

De todos modos, en los últimos años el fenómeno adquirió nuevos matices, destacándose la descentralización de la producción que se vino desarrollando de manera creciente entre economías emergentes. En virtud de ello, en la actualidad este proceso involucra también a pequeñas y medianas empresas de países en desarrollo que han logrado construir redes de comercio entre sí aprovechando

sus complementariedades. Esto último se observa en la mayor participación del comercio de bienes intermedios y piezas en el total del comercio de los países emergentes. Específicamente para cada uno de los 25 países que integran la muestra de economías emergentes de la OECD se observa que otros países en desarrollo han ganado participación en el VAE de las respectivas demandas domésticas a expensas de las economías desarrolladas. Esto constituye una señal clara de que el comercio entre estas economías ha crecido más que proporcionalmente que su intercambio con los países desarrollados (ver gráfico 4).



Si bien se trata de casos aislados, algunas de estas firmas han logrado “escalar” en la cadena, al haber sabido aprovechar las ventajas que la inserción en las redes globales de producción les depara: menor volatilidad de la demanda devenida de un vínculo comercial más estrecho, transmisión de conocimiento y asistencia técnica y financiera⁸. Esto último resulta clave; los beneficios esperados son mayores cuando las firmas logran alejarse de las fases en las que se compite por costos, hay pocas barreras a la entrada y escasean las oportunidades tecnológicas (como puede ser el ensamblaje de piezas y/o la mera extracción de un recurso natural), y moverse hacia otras en las que se convierten en un jugador esencial para el éxito del grupo económico en su conjunto y pasan a desarrollar actividades más intensivas en el conocimiento, (como el diseño y desarrollo de productos o la provisión de servicios especializados). Es esta “jerarquización funcional”, lo que las vuelve menos susceptibles a los vaivenes de los ciclos globales de negocios.

De todos modos, cabe resaltar que los países en desarrollo asumen diversos riesgos al participar en las redes internacionales de producción. Dadas las estrategias de las empresas multinacionales que suelen relacionarse con las firmas de los países emergentes bajo una estructura de gobernanza quasi-jerárquica, aquellos países que se encuentran en estadios iniciales de industrialización o con capacidades de innovación limitadas podrían quedar “atascados” en actividades de escaso valor agregado⁹, lo que redundaría en resultados difusos en términos de encadenamientos y derrames sobre el resto de la economía. Por otra parte, la inserción de una firma en eslabones más complejos de una CGV en muchos casos se enfrenta con obstáculos que escapan a sus propias capacidades, ya que intervienen varios factores externos. Al respecto, influyen: la estabilidad macroeconómica, las políticas públicas vigentes, la acumulación de capital humano¹⁰, la fortaleza del sistema nacional de innovación, las condiciones de infraestructura, el tipo de gobernanza de la cadena y el sector al que desea insertarse.

Aun así, dentro de un panorama internacional más incierto, la inserción en la economía mundial mediante la especialización de las firmas exportadoras en las tareas adecuadas, más que en bienes y sectores específicos, en conjunto con un fortalecimiento de los vínculos con el resto del entramado productivo local, aparece como una alternativa a considerar en el camino al desarrollo.

⁸ Red Sudamericana de Economía Aplicada, “¿Subiendo la escalera? Oportunidades, obstáculos y lecciones en torno al escalamiento de las cadenas de recursos naturales de América del Sur”. *Reporte Anual de Recursos Naturales y Desarrollo*, Octubre de 2014

⁹ UNCTAD *Trade and Development Report*, Septiembre de 2014

¹⁰ Kosacoff, B. y López, A. “América Latina y las Cadenas Globales de Valor: debilidades y potencialidades”. En Georgetown University, Universia, *Globalización, Competitividad y Gobernanza*. Vol. 2 Nro.1. GCG Georgetown University, Universia, 2008.

3 Actividad Económica

La actividad económica se expandió en el primer semestre de 2015, con un aumento del PIB de 2,2% interanual (i.a.) y de 1,1% en términos desestacionalizados con respecto al semestre previo. El alza del Producto respondió fundamentalmente al incremento del consumo y de la inversión.

Dentro de los componentes de la demanda, la formación bruta de capital fue ganando dinamismo en el semestre, y se elevó 3% i.a., a partir de la suba de la construcción (8,7% i.a.) y de la menor caída en el gasto en equipo durable de producción (a -3,2% i.a.). El consumo privado creció 0,8% i.a. y contribuyó con 0,6 puntos porcentuales (p.p.) al aumento del Producto, mientras que el consumo público se incrementó 8,4% i.a. Las cantidades exportadas de bienes y servicios disminuyeron 0,5% i.a. y las importaciones cayeron 1,5% i.a., resultando en un aporte positivo marginal de las exportaciones netas al PIB de 0,2 p.p.

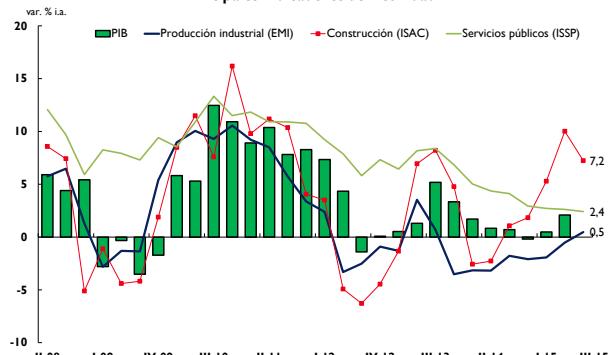
Por el lado de la oferta, la producción de bienes se elevó 3% i.a. en el semestre, a partir, principalmente, del alza en el sector agropecuario y en la construcción, mientras que se observó un recorte en la caída de la actividad industrial. Los servicios crecieron 2% i.a., producto del aumento en las actividades inmobiliarias y empresariales, en la intermediación financiera, en la actividad comercial y en los servicios de hoteles y restaurantes.

En el tercer trimestre, de acuerdo con los indicadores parciales, el consumo y la inversión permanecieron en alza, ganando cierto dinamismo. Las cantidades exportadas de bienes tuvieron un desempeño positivo, a partir del incremento de los productos primarios y de las manufacturas de origen agropecuario. En tanto, las importaciones se elevaron con fuerza, con una suba difundida a todos los usos.

En tanto, por el lado de la oferta, la construcción y los servicios continuaron creciendo entre julio y septiembre, al tiempo que la industria siguió recuperándose, favoreciendo el alcance de un crecimiento del Producto superior al 2% en 2015.

Gráfico 3.1

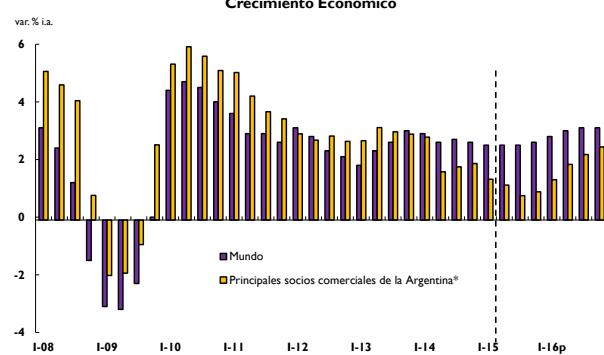
Principales Indicadores de Actividad



Fuente: INDEC

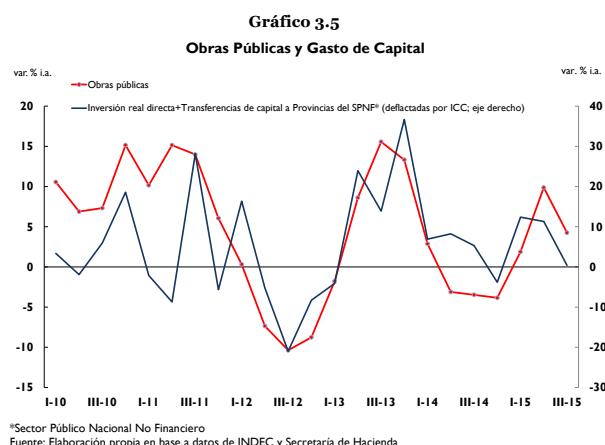
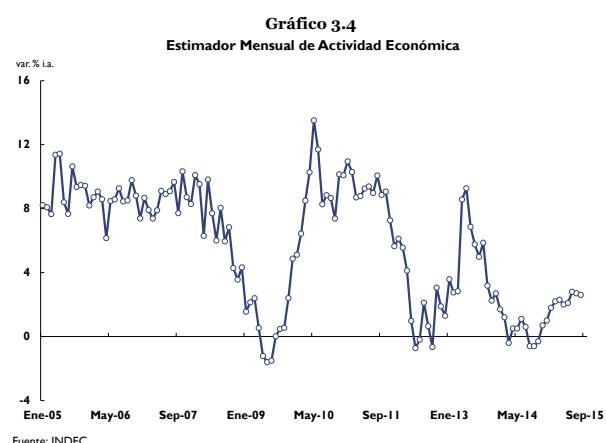
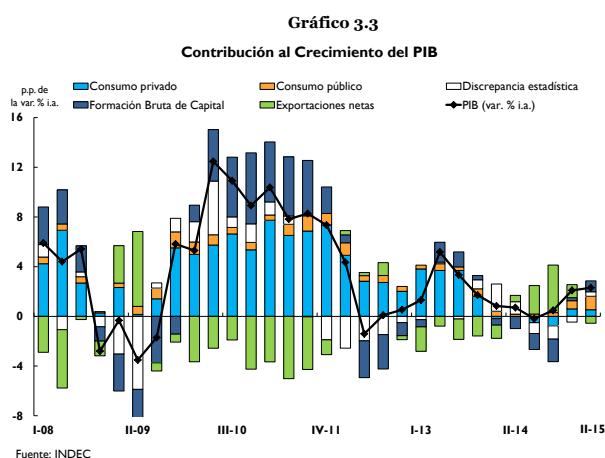
Gráfico 3.2

Crecimiento Económico



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

p: Proyectado



3.1 Demanda

La actividad económica exhibió un crecimiento durante el primer semestre de 2015, al elevarse el PIB 2,2% interanual (i.a.) y 1,1% en términos desestacionalizados (s.e.) en relación al semestre previo. El incremento del Producto respondió fundamentalmente a la contribución positiva del consumo y de la inversión (ver gráfico 3.3).

De acuerdo al indicador adelantado de actividad económica, durante el tercer trimestre la economía se mantuvo en expansión (ver gráfico 3.4). El consumo y la inversión permanecieron en alza, ganando cierto dinamismo, mientras que las exportaciones y las importaciones revirtieron las caídas exhibidas en el primer semestre. Las compras externas más elevadas favorecieron al mayor impulso de la absorción interna, en un contexto donde, según los índices parciales de la actividad por el lado de la oferta, la producción local sostuvo tasas de crecimiento similares a las del primer tramo del año.

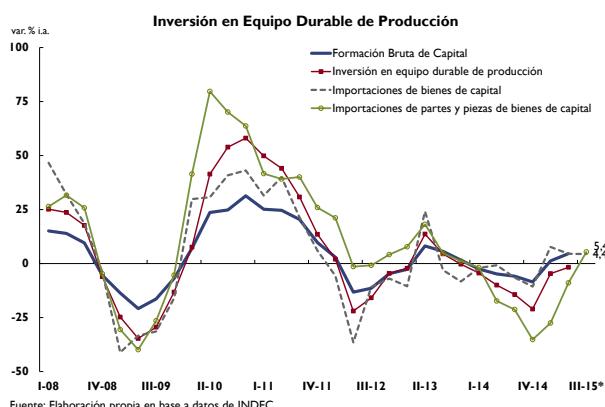
Inversión

La inversión exhibió un desempeño favorable a lo largo del año. Según la información de cuentas nacionales, la Formación Bruta de Capital (FBC) se incrementó 1,2% i.a. en el primer trimestre y 4,6% i.a. en el segundo acumulando un aumento de 3% i.a. en la primera parte del año. Como resultado, la tasa de inversión se ubicó en 19,6% en el primer semestre de 2015. Durante el tercer trimestre este desempeño favorable habría continuado.

El avance de la FBC en la primera parte del año estuvo beneficiado principalmente por el alza en la construcción (8,7% i.a.). La inversión en equipo durable de producción, si bien disminuyó, registró una mejora en el margen, a partir del aumento en el segundo trimestre en el gasto en equipamiento de origen importado (2,5% i.a.) que compensó parcialmente a la merma en el de origen nacional (-8,9% i.a.).

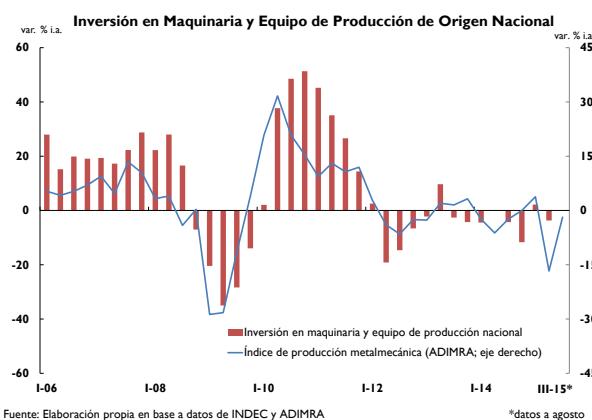
Para el tercer trimestre, los indicadores adelantados dan cuenta de un comportamiento positivo de la FBC. La construcción, relevada por el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) mantuvo su expansión en el período julio-septiembre (7,2% i.a. vs. 7,7% i.a. en el primer semestre). El impulso provino de las obras privadas, mientras que las construcciones públicas crecieron con menor fuerza, lo que podría estar vinculado al

Gráfico 3.6



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC
*datos de términos de intercambio hasta II-15 y datos de ICA para el III-15

Gráfico 3.7



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

comportamiento del gasto de capital del sector público (ver gráfico 3.5). Las construcciones petroleras profundizaron la caída de los tres meses previos.

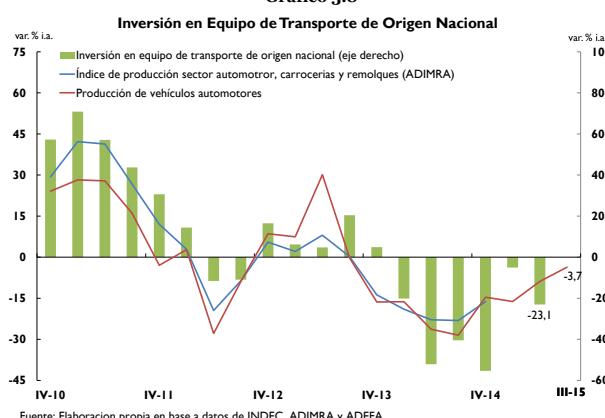
La inversión en equipo durable de producción de origen importado exhibiría nuevamente una suba en el trimestre. Según los datos de Intercambio Comercial Argentino (ICA), las compras al exterior de bienes de capital se elevaron 4,4% i.a., mientras que las de piezas y accesorios crecieron 5,4% i.a. (ver gráfico 3.6).

El gasto en equipo durable de producción de origen nacional habría recortado la caída en el tercer trimestre. Dentro de este componente podría anticiparse la evolución de la inversión en maquinaria y equipo de origen nacional a partir de los datos brindados por la Asociación de Industriales Metalúrgicos de la República Argentina (ADIMRA), que señala que la producción metalmeccánica disminuyó 1,9% i.a. luego de exhibir una caída de 7,5% i.a. en el primer semestre (ver gráfico 3.7). En tanto, el componente transporte de origen nacional también se reduciría a un menor ritmo que en la primera mitad del año, de acuerdo a la información brindada por Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA; -3,7% i.a. vs -12,4% i.a.; ver gráfico 3.8).

Entre las medidas tendientes a promover el gasto en capital, el Gobierno Nacional estableció en septiembre, a través de la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN)¹¹, inversiones mínimas en instrumentos elegibles como inciso “k”¹² para que tanto los Fondos Comunes de Inversión (FCI) de infraestructura como los de Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes) puedan ser considerados dentro de esta categoría, con un cronograma de adecuación hasta el 31 marzo de 2016. Por otra parte, la SSN estableció que computará dentro del inciso “k” las inversiones de las compañías de seguros en los mencionados FCI según el proporcional que los mismos destinan a instrumentos elegibles en el marco de dicho inciso.

Adicionalmente, el Banco Central continuó estimulando la oferta de crédito a la inversión, con énfasis en el financiamiento productivo, de largo plazo y orientado a las Micro, Pequeñas y Medianas Empre-

Gráfico 3.8



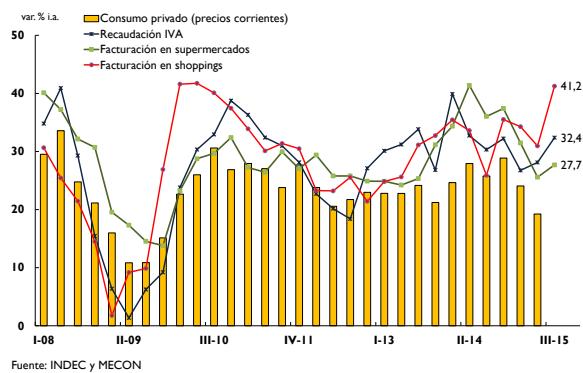
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC, ADIMRA y ADEFA

¹¹ Resoluciones 39.433 y 39.438 de la SSN.

¹² Se consideran instrumentos elegibles Títulos de deuda, Fideicomisos Financieros, Cheques de Pago Diferido avaleados por Sociedades de Garantía Recíproca creadas por la Ley N°24.467, autorizados para su cotización pública; Pagarés avalados emitidos para su negociación en mercados de valores de conformidad con lo establecido en la Resolución General N° 643/2015 de la Comisión Nacional de Valores; Fondos Comunes de Inversión PYME, Productivos de Economías Regionales e Infraestructura; y de Proyectos de Innovación Tecnológica, Activos u otros Valores Negociables cuya finalidad sea financiar proyectos productivos o de infraestructura a mediano y largo plazo en la República Argentina.

Gráfico 3.9

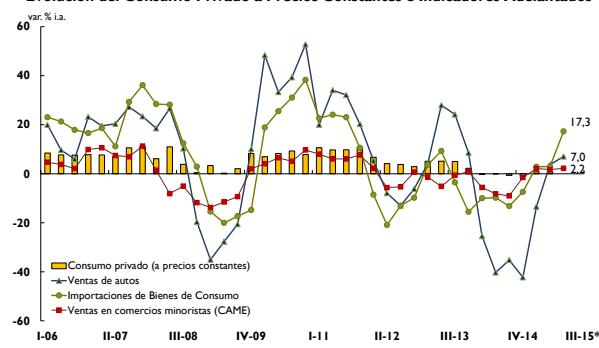
Evolución del Consumo Privado e Indicadores Adelantados a Precios Corrientes



Fuente: INDEC y MECON

Gráfico 3.10

Evolución del Consumo Privado a Precios Constantes e Indicadores Adelantados



*Datos de comercio hasta II-15 datos de Término de Intercambio. Para III-15 datos de ICA.
Fuente: INDEC, ADEFA y CAME

sas (MiPyMEs)¹³, mientras que se dio continuidad al Programa de Crédito Argentino (PROCREAR) destinado a la construcción y el Fondo para el Desarrollo Económico Argentino (FONDEAR). Además, en septiembre, en el marco del Programa de Competitividad de Economías Regionales (PROCER), se realizó una primera subasta. Dicho programa tiene como objetivo aumentar la productividad de un conjunto de cadenas de valor localizadas en las provincias extra pampeanas¹⁴ mediante préstamos, esencialmente a PyMEs, destinados a financiar proyectos de inversión y capital de trabajo (ver sección 9).

Consumo

El consumo privado de Cuentas Nacionales se elevó 0,8% i.a. en el primer semestre de 2015 y —dada su elevada participación en el Producto— contribuyó con 0,6 puntos porcentuales (p.p.) a la variación interanual del PIB.

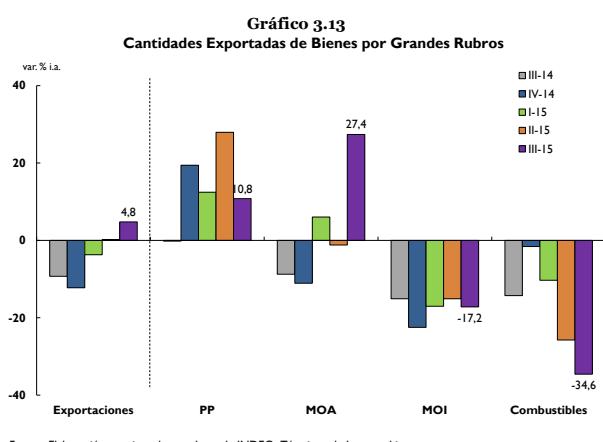
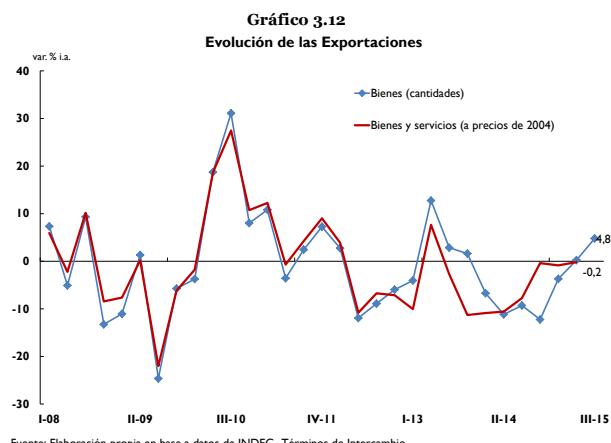
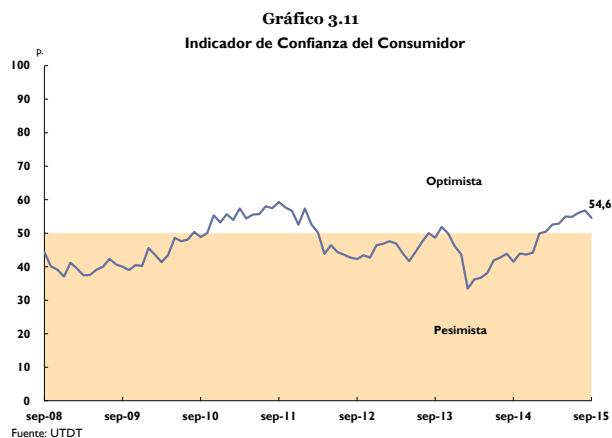
La evolución reciente de los indicadores parciales permite inferir un desempeño positivo de la demanda de bienes de consumo en el tercer trimestre (ver gráfico 3.9). En particular, la facturación en las principales cadenas de supermercados y las ventas en términos nominales en los centros de compras aceleraron su crecimiento en el período julio-septiembre de 2015, a 27,7% i.a. y a 41,2% i.a., respectivamente. También la recaudación de IVA creció con más fuerza, al elevarse 32,4% i.a. en igual período (vs. 27,4% i.a. en el primer semestre). Todo ello en un contexto de moderación del crecimiento de los precios, con un aumento de las variables nominales mencionadas superior al incremento de los salarios en el período.

Las cantidades vendidas en comercios minoristas (CAME), afectadas en parte por la reducida base de comparación, se elevaron 2,2% i.a. en el tercer trimestre de 2015, manteniendo la tendencia positiva iniciada a comienzos de año (ver gráfico 3.10). El aumento fue difundido entre los diversos rubros, siendo las subas más relevantes —por su contribución al indicador— las registradas en indumentaria (3,3% i.a.), electrodomésticos (5% i.a.), y alimentos y bebidas (2,2% i.a.).

También las ventas de autos en el mercado local exhibieron un alza en el tercer trimestre del año. Según la Asociación de Fábrica de Automotores (ADEFA),

¹³ Ver para mayor detalle **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria** de agosto 2015

¹⁴ Se excluyen de las provincias de Buenos Aires, Córdoba y Santa Fe y a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.



la comercialización de vehículos creció 7% i.a. en este lapso, recortando la caída en lo que va del año a 0,6% i.a. Las importaciones de bienes de consumo fueron más dinámicas que en el primer semestre, con una suba en torno a 17% i.a.

Favoreció al crecimiento del consumo privado el aumento de los ingresos de las familias. Las remuneraciones —según el índice de salarios nivel general del INDEC— crecieron en torno al 30% i.a. en el tercer trimestre, al tiempo que el gobierno nacional continuó con las políticas de ingresos orientadas a los sectores más vulnerables. En particular, se incrementaron las jubilaciones y pensiones 12,49% en septiembre, a partir de la aplicación de la ley de movilidad previsional, acumulando en el año un alza de 33%. Ello se sumó a los ajustes realizados en el primer tramo del año de 50% para el beneficio otorgado por el Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROGRESAR) y de 30% a las asignaciones familiares —que incluyen a la Asignación Universal por Hijo (AUH) y por Embarazo—; al tiempo que se aplicó la suba de las deducciones del impuesto a las ganancias, retroactivo al primero de enero de 2015¹⁵.

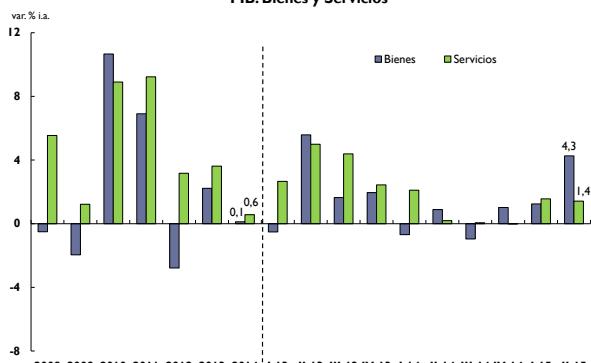
Adicionalmente, habría favorecido al gasto de los hogares la continuidad de los instrumentos tendientes a incrementar el crédito de las familias. En este marco, los préstamos personales al consumo se elevaron entre junio y septiembre 33,4% i.a., superando al aumento exhibido en el primer semestre de 2015 y en 2014 (de 24% i.a. y 22,4% i.a., respectivamente). También fue mayor que en los meses previos el alza de las financiaciones con tarjetas de crédito (52,1% i.a. vs. 40% i.a. en el primer semestre y 39,9% i.a. en 2014; ver sección Política Monetaria).

En este contexto, las expectativas de los consumidores continuaron siendo alentadoras. En efecto, el índice de confianza del consumidor de la Universidad Torcuato Di Tella se ubicó en un promedio de 55,8 puntos en el tercer trimestre (13,1 p.p. por encima del valor de igual período de 2014) y de 57 puntos en octubre (+13 p.p. i.a.). De esta manera, el indicador se mantuvo en la zona de optimismo, al superar el umbral de 50 puntos, tal como ocurre desde el primer mes del año (ver gráfico 3.11).

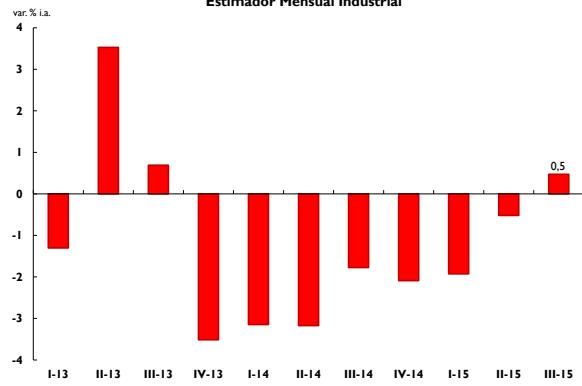
¹⁵ A principios de mayo de 2015, el gobierno nacional anunció una modificación de las deducciones sobre el impuesto para personas físicas con remuneraciones mensuales brutas (entre enero y agosto de 2013) entre \$15.000 y \$25.000.

Gráfico 3.14

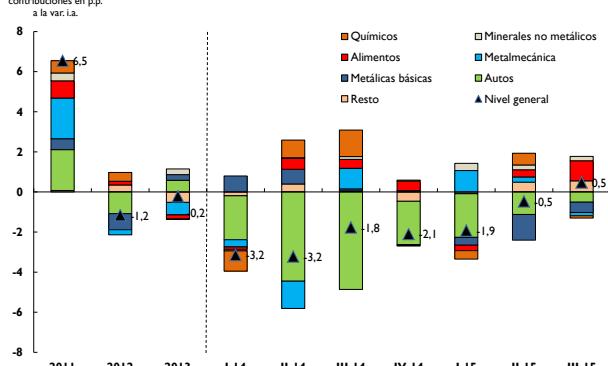
PIB. Bienes y Servicios



Fuente: INDEC

Gráfico 3.15
Estimador Mensual Industrial

Fuente: INDEC

Gráfico 3.16
Contribución Sectorial a la Industria

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Exportaciones

Las exportaciones de bienes y servicios a precios de 2004 recortaron la baja a 0,5% i.a. en la primera mitad del año (-7,5% en 2014) y habrían exhibido una nueva mejora en el tercer trimestre de 2015 (ver gráfico 3.12). De acuerdo a la información de términos de intercambio del INDEC, la menor caída de las cantidades exportadas de bienes durante el primer semestre (-1,5% i.a. vs. -10% i.a. en 2014) obedeció a la recuperación de las ventas al exterior de los Productos Primarios (PP; 22,3% i.a.) y de las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA; 1,8% i.a.). En tanto, las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) y de combustibles y energía permanecieron en baja.

La tendencia de los grandes rubros se mantuvo en el tercer trimestre, según los datos de términos de intercambio. El incremento de las ventas de bienes al exterior en el período estuvo favorecido por los envíos de PP (10,8% i.a.) y de MOA (27,4% i.a.). Las cantidades exportadas de MOI se redujeron nuevamente (-17,2% i.a.), afectadas por la caída de 20,3% i.a. en las exportaciones de autos, ligada fundamentalmente a los menores envíos a Brasil (-30% i.a.). Las cantidades vendidas de combustibles disminuyeron con más fuerza (ver gráfico 3.13; ver sección 5).

3.2 Oferta

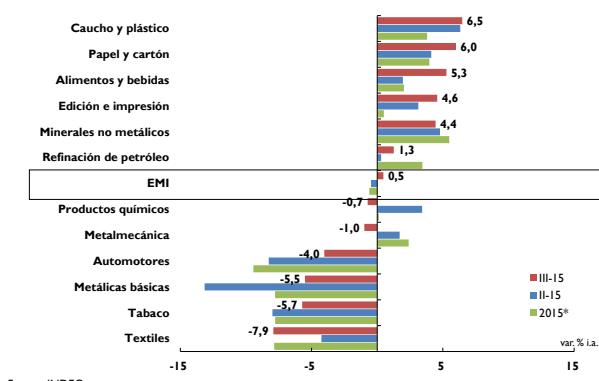
La producción de bienes se elevó 3% i.a. en el primer semestre de 2015, impulsada principalmente por el sector agropecuario y la construcción. Los servicios crecieron 2% i.a., a partir del aumento en las actividades inmobiliarias y empresariales, en la intermediación financiera, en el comercio y en los servicios de hoteles y restaurantes (ver gráfico 3.14).

En el tercer trimestre, según los indicadores sectoriales adelantados, se mantuvieron en alza la construcción y el sector agropecuario, y se recuperó la actividad industrial. También los servicios exhibieron un aumento.

Industria

La industria recortó la caída a 0,2% i.a. en el primer semestre del año, de acuerdo a Cuentas Nacionales, mientras que el indicador adelantado de actividad industrial señala un aumento sectorial en el tercer trimestre (ver gráfico 3.15). El Estimador Mensual

Gráfico 3.17
Industria. Evolución Sectorial



Fuente: INDEC

Industrial (EMI) se elevó 0,5% i.a. y avanzó 0,8% en términos desestacionalizados (s.e.).

La producción de alimentos fue la principal responsable de la expansión del sector en el tercer trimestre, con un incremento de 5,3% i.a. (+1 p.p. i.a.), como consecuencia de la evolución favorable de la molienda de oleaginosas y, en menor medida, de las carnes rojas (ver gráficos 3.16 y 3.17). También crecieron en el período los productos de caucho y plástico (6,5% i.a.; +0,3 p.p.), los minerales no metálicos (4,4% i.a.; +0,2 p.p.), con un alza en el cemento y en otros materiales de la construcción, entre otros. Particularmente se destaca el alza en la refinación de petróleo de 1,3% i.a. en el trimestre y de 3,4% i.a. en el acumulado del año, favorecida por la mejora reciente en la producción primaria de hidrocarburos (ver apartado 2).

Por su parte, el sector automotor recortó la caída a 4% i.a. y sustrajo 0,5 p.p. a la variación i.a. del EMI entre julio y septiembre. De acuerdo a la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA), los menores niveles productivos estuvieron relacionados con la baja de las exportaciones, particularmente a Brasil (-30,4% i.a.). En tanto, la demanda interna de autos nacionales se recuperó en el período (9,1% i.a.; ver gráfico 3.18).

Las metálicas básicas volvieron a caer (-5,5% i.a.), producto tanto del acero como del aluminio, al tiempo que la metalmeccánica exhibió una merma (-1% i.a.).

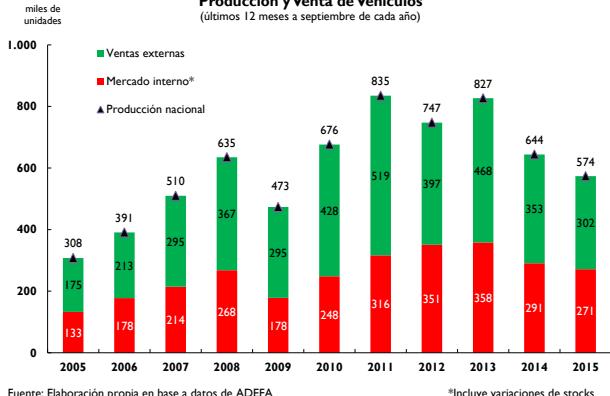
La utilización de la capacidad instalada en la industria registró una variación interanual de 0,3 p.p. en el tercer trimestre, al ubicarse en 72%, en tanto que en el promedio de los primeros nueve meses registró una baja de 0,6 p.p. i.a., situándose en 69,6%.

Construcción

La construcción permaneció en alza durante lo que va de 2015, con un aumento del PIB sectorial en el primer semestre. En el tercer trimestre mantuvo su expansión —con una suba de acuerdo al ISAC de 7,2% i.a.— y alcanzó niveles históricos (ver gráfico 3.19).

Todos los bloques del sector tuvieron un comportamiento favorable en el tercer trimestre, a excepción de las construcciones petroleras. Entre las obras fundamentalmente privadas, la edificación de viviendas creció 9,9% i.a. y las obras con destino

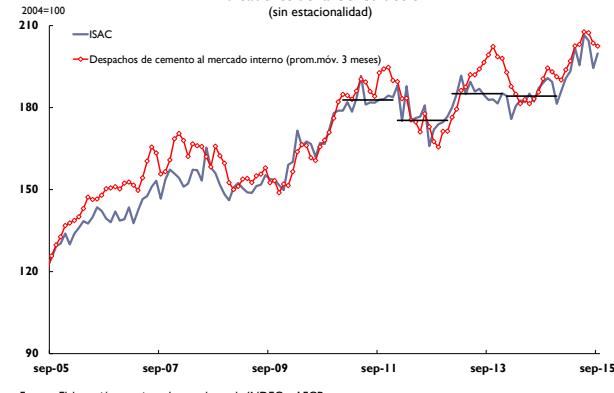
Gráfico 3.18
Producción y Venta de Vehículos
(últimos 12 meses a septiembre de cada año)



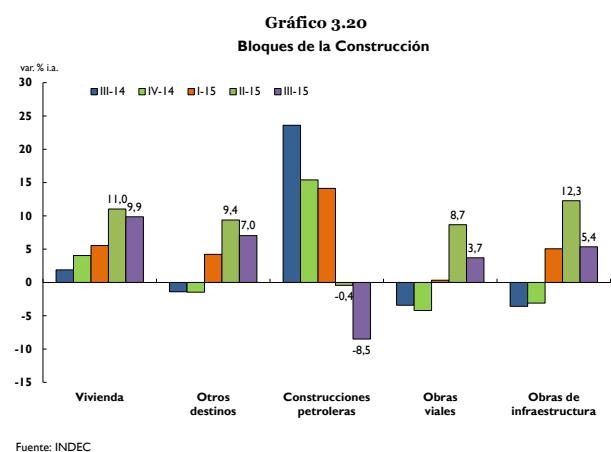
Fuente: Elaboración propia en base a datos de ADEFA

*Incluye variaciones de stocks

Gráfico 3.19
Indicadores de la Construcción
(sin estacionalidad)



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



comercial e industrial se elevaron 7% i.a. Dentro de la obra pública aumentaron 3,7% i.a. las viales y 5,4% i.a. las de infraestructura, lo que implicó una desaceleración en relación a los tres meses previos. Las construcciones petroleras profundizaron su caída a -8,5% i.a., afectadas en parte por la base de comparación (ver gráfico 3.20).

Paralelamente, según el Colegio de Escribanos de la Ciudad de Buenos Aires, se mantuvo en el tercer trimestre la tendencia de recuperación de la demanda de inmuebles en Capital Federal. La cantidad de escrituras se elevó 17,6% i.a. entre julio y septiembre, si bien aún permanece en niveles reducidos respecto a los últimos 22 años.

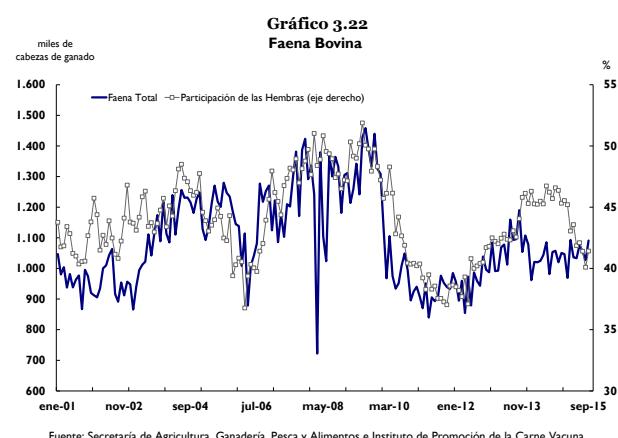
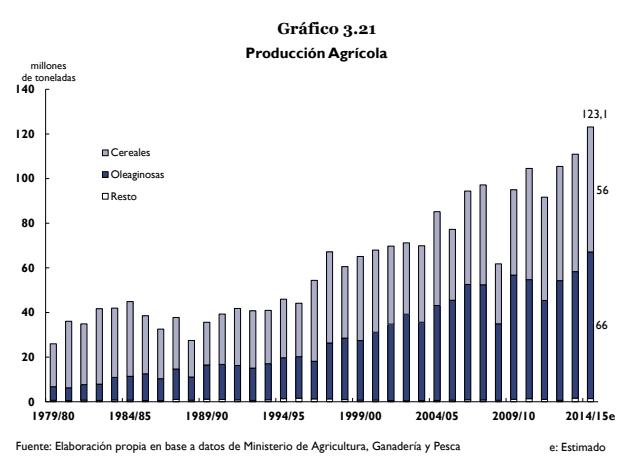
Sector Agropecuario

El sector agropecuario siguió en expansión en la primera mitad de 2015 (12,3% i.a.), a partir del alza en la actividad agrícola y en el sector ganadero.

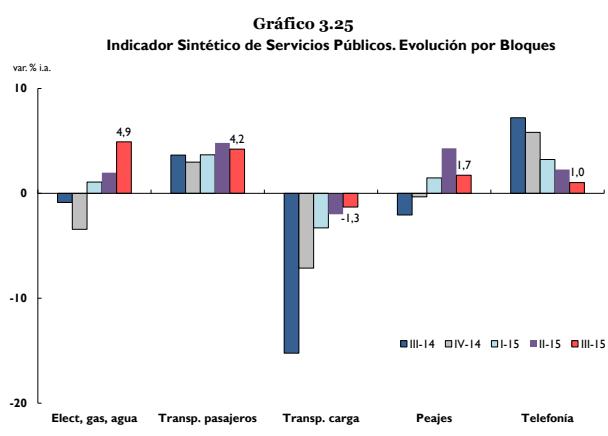
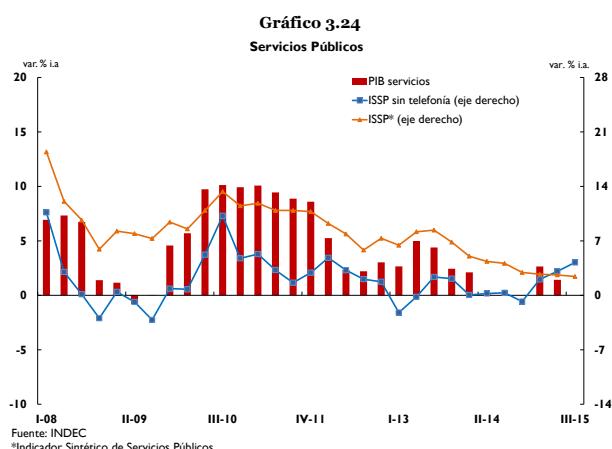
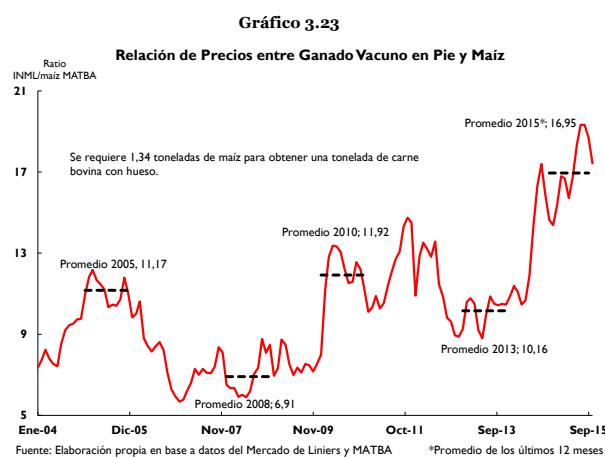
Durante el tercer trimestre se moderaría el impulso de la agricultura. La evolución de este sector en el período estuvo vinculada a las tareas finales de recolección del grano grueso del ciclo 2014/15 y a las labores relacionadas a la siembra del ciclo 2015/16.

De acuerdo a las últimas proyecciones del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca (MAGyP)¹⁶, la campaña que finaliza concluyó con una producción récord cercana a las 123,1 millones de toneladas (11% superior al ciclo previo), por niveles productivos máximos históricos de soja (61,4 millones de toneladas) y de maíz (33,8 millones de toneladas; ver gráfico 3.21). En cuanto al ciclo 2015/16, se avanzó con la siembra de grano fino y comenzó a difundirse información sobre las proyecciones de siembra de soja y maíz. La implantación de trigo finalizó en todas las zonas productoras, con una caída del área a 4 millones de hectáreas (-24%). Las primeras proyecciones para el maíz anticipan una merma en la superficie a sembrar a 5,3 millones de hectáreas (-11,7%) mientras que para la soja se concretaría un nuevo aumento, a 20,6 millones de hectáreas (4,1%).

La faena de ganado vacuno creció 1,7% i.a. en el tercer trimestre de 2015, a igual ritmo que en el primer semestre del año. La participación de las hembras en la faena se redujo a 41%, lo que estaría señalando la consolidación de una fase de retención de vientres, al ubicarse por debajo del límite inferior



¹⁶ Informe Mensual del MAGyP de noviembre de 2015.



de la banda que implica la estabilidad del *stock* ganadero (ver gráfico 3.22). La retención de vientos se da en un contexto en el que, si bien la demanda externa revirtió en el tercer trimestre la dinámica positiva de la primera mitad del año, el consumo en el mercado interno permaneció en alza, con una suba de 4,5% i.a. en las toneladas totales y un aumento de 3,1% i.a. en el consumo por habitante (a 58,5 kg. per cápita por año). Además de las favorables perspectivas que se tienen para la demanda local, considerando que hoy el consumo por habitante se ubica 1,8% por debajo del promedio de los últimos 6 años, la fuerte baja del precio internacional de los productos agrícolas dio lugar a una mejora del precio relativo de las carnes y, por ende, de la rentabilidad del sector. Tal es así que el precio del ganado vacuno en pie en relación al maíz —utilizado como insumo para la producción ganadera— alcanza valores superiores a los observados en al menos los últimos 10 años (ver gráfico 3.23).

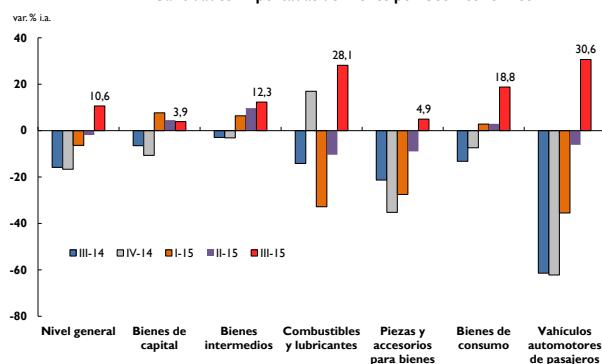
La faena de aves se mostró estable en el trimestre en relación a los niveles de un año atrás, dado que el incremento de 5,4% i.a. de la demanda en el mercado interno —al que se destina el 90% de la producción— fue compensado por la caída las toneladas exportadas (-32,1% i.a.). Por su parte, la producción de leche mostró una reducción en el trimestre, de 3,4% i.a. de acuerdo al EMI sectorial.

Servicios

La provisión de servicios creció 2% i.a. en el primer semestre del año —según la información de Cuentas Nacionales—, a partir de un incremento difundido a los distintos servicios (a excepción del sector transporte, almacenamiento y comunicaciones). El Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP) señaló un nuevo avance sectorial en el tercer trimestre, de 2,4% i.a. (ver gráfico 3.24).

Dentro de los bloques del ISSP, la telefonía redujo su expansión a 1% i.a. y dejó de ser la principal impulsora del sector (ver gráfico 3.25). El suministro de electricidad, gas y agua aumentó 4,9% i.a., por un aumento de todos los componentes. El transporte de pasajeros permaneció en alza en el trimestre (4,2% i.a.), al tiempo que los vehículos que circularon por las estaciones de peajes crecieron 1,7% i.a. El transporte de carga recortó nuevamente la caída, a 1,3% i.a.

Gráfico 3.26
Cantidades Importadas de Bienes por Uso Económico



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

En cuanto al resto de los servicios relevados por el PIB, no contemplados en el ISSP, indicadores adelantados como la evolución de los préstamos y depósitos, señalan que la intermediación financiera habría mantenido un comportamiento positivo entre julio y septiembre¹⁷. En tanto, la facturación en centros de compra y supermercados y la dinámica de las cantidades exportadas e importadas, darían cuenta de que el comercio minorista y mayorista habría exhibido un alza superior a la del segundo trimestre de 2015.

Importaciones

Las importaciones de bienes y servicios capturadas por las Cuentas Nacionales comenzaron a recuperarse en el segundo trimestre de 2015 —con un alza de 2,8% i.a. — y recortaron la caída a 1,4% i.a. en el primer semestre (vs. -12,6% en 2014). Según la información de términos de intercambio, la dinámica de las cantidades compradas al exterior en la primera mitad del año respondió a un incremento en las importaciones de bienes de capital, intermedios y de consumo (ver gráfico 3.26).

Durante el tercer trimestre las cantidades importadas mostraron un aumento de 10,6% i.a., de acuerdo a los datos de términos de intercambio, acumulando un alza de 1% i.a. en los primeros nueve meses de 2015. La suba en el trimestre, afectada parcialmente por la baja base de comparación, fue difundida a todos los usos (ver sección 5).

¹⁷ Ver para mayor detalle las ediciones mensuales del **Informe sobre Bancos** y del **Informe Monetario Mensual** correspondientes al tercer trimestre de 2015.

Apartado 2 / Evolución Reciente del Sector de Hidrocarburos

El mercado local de hidrocarburos viene mostrando paulatinas mejoras que se plasmaron, en lo que va de 2015, en un crecimiento de la producción de energía primaria y en una completa sustitución de las cantidades importadas de fueloil. Ello respondió a un conjunto de políticas tendientes a fomentar la inversión y la producción de hidrocarburos, sustituir las importaciones de derivados de petróleo y, más recientemente, atenuar el impacto de la caída del precio internacional del crudo sobre los nuevos proyectos de inversión. Si bien los niveles de producción actuales se sitúan lejos de los máximos históricos, resulta interesante hacer una revisión de los desarrollos recientes en este sector estratégico, así como de sus potencialidades y desafíos para el corto plazo.

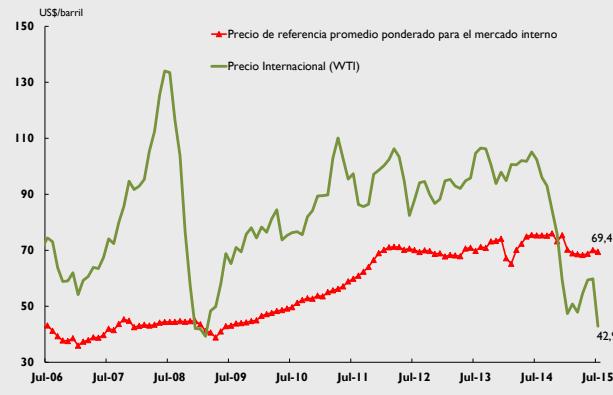
Entre las principales iniciativas de política se destaca la creación del “Programa de Estímulo a la Inyección Excedente de Gas Natural”¹⁸ en 2013 por el que las firmas participantes se comprometen a incrementar el volumen de producción a cambio de una compensación monetaria, según el grado de cumplimiento de los objetivos. Los montos compensatorios van desde los US\$4 hasta los US\$7,5 por cada millón de BTU (*British Thermal Unit*) de gas adicional inyectado al sistema, es decir, por sobre las metas propuestas como base. Paralelamente, se lanzó un régimen destinado a impulsar la oferta de petróleo. En principio, para acceder al régimen, las empresas debían comprometerse a invertir al menos US\$1.000 millones durante los primeros 5 años, quedando exceptuadas de pagar retenciones sobre la exportación equivalente al 20% de su producción. Este programa fue flexibilizado en 2014, reduciéndose el compromiso de inversión a US\$250 millones en 3 años.

En 2014 se modificó la Ley de Hidrocarburos¹⁹ para reducir la extensión de los permisos de exploración y de las concesiones de explotación. Asimismo se cambiaron las alícuotas de las regalías. El objetivo central de dicha actualización fue otorgar un trato

diferenciado a las explotaciones no convencionales para incentivar este tipo de inversiones²⁰.

La abrupta caída del precio internacional del crudo desde mediados de 2014²¹ impactó fuertemente en las perspectivas del negocio a escala global, al menos para el corto plazo. En el plano local, el 23 de diciembre de 2014 el gobierno firmó un acuerdo transitorio con las provincias que integran la Organización Federal de los Estados Productores de Hidrocarburos (OFEPHI) y las empresas del sector para garantizar un precio interno de referencia de US\$77 por barril para la producción de petróleo de tipo liviano, conocido como Medanito, y de US\$63 por barril para la producción de tipo Escalante (ver gráfico 1). El establecimiento de este precio sostén permitió desacoplar los valores que reciben los productores de la cotización internacional, con el fin de evitar la caída de la inversión y del empleo en el sector.

Gráfico 1 | Evolución del Precio del Petróleo



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Energía

En el mismo sentido, se lanzó un programa centrado en el establecimiento temporal de compensaciones económicas para fomentar la producción de petróleo²². Con esta medida, si las empresas beneficiarias alcanzan la producción considerada como

¹⁸ Resoluciones N°1/13 y N°60/13 de la Comisión de planificación y coordinación estratégica del plan nacional de inversiones hidrocarburíferas.

¹⁹ Ley N°17319/67 modificada por la Ley N°27007/14.

²⁰ Cabe destacar que el primer proyecto no convencional en la formación Vaca Muerta se había inaugurado el 29 de agosto de 2013 en Loma Campana, provincia de Neuquén.

²¹ El barril de petróleo de referencia (WTI) registró un precio promedio de US\$100,8 en el primer semestre de 2014 y cotizó a US\$51,8 entre enero y agosto de este año (-48,6%).

²² Resolución N°14/15 de la Comisión de planificación y coordinación estratégica del plan nacional de inversiones hidrocarburíferas.

base, son compensadas con US\$3 por barril si destinan la producción al mercado interno o con US\$5 si exportan parte del total. Por otro lado, si logran superar el promedio trimestral de exportación estipulado, pueden acceder a un subsidio adicional de hasta US\$1 por barril. Es importante destacar que estos montos no se consideran parte del precio y por lo tanto no se computan para el pago de regalías²³. Otra medida destinada a mejorar el precio que reciben los exportadores de petróleo crudo fue la reducción, desde inicios de 2015, de la alícuota de retenciones sobre las ventas externas desde 14,3% hasta 1%²⁴.

Por otro lado, con el fin de sustituir las compras externas de derivados de petróleo se autorizó a partir de enero de 2014²⁵ la importación de petróleo de tipo Medanito, demandado por las refinerías locales. Este tipo de crudo se extrae en el país principalmente de la Cuenca Neuquina, considerado un campo maduro²⁶. La participación de la Cuenca Neuquina en la producción de petróleo nacional fue en declive desde un máximo de 49% que representaba en 1998 hasta el 40% actual, siendo responsable del 65% de la caída de la extracción total de petróleo observada entre 1998 y 2015. La disminución en la oferta de petróleo liviano local justificó la autorización de su importación con el objetivo de reactivar rápidamente la producción de derivados (ver cuadro 1).

Cuadro 1 | Tipos de Petróleo de Producción Nacional por Cuenca

Producto	Tipo de petróleo	Densidad en grados API*	Provincia	Cuenca	Participación en la producción 2015** (%)
Crudo Escalante	Mediano	24	Chubut	Golfo San Jorge	49
Medanito	Ligero	36	La Pampa, Mendoza, Río Negro y Neuquén	Neuquina	40
Rincon de los Sauces	Ligero	36	Mendoza y Neuquén	Cuyana	5
Crudo María Inés	Superligero	52	Santa Cruz	Austral	4
Crudo Santa Cruz	Superligero	49			

*Mayor grado indica que es más liviano y viceversa.

**Últimos 12 meses a agosto. Se excluye cuenca Noroeste

Fuente: Secretaría de Energía

Este conjunto de medidas se implementó luego de la recuperación del control de YPF S.A. por parte

²³ Además, el precio de referencia sumado a las compensaciones no puede superar los US\$84 por barril para el petróleo tipo Medanito y los US\$70 para el Escalante.

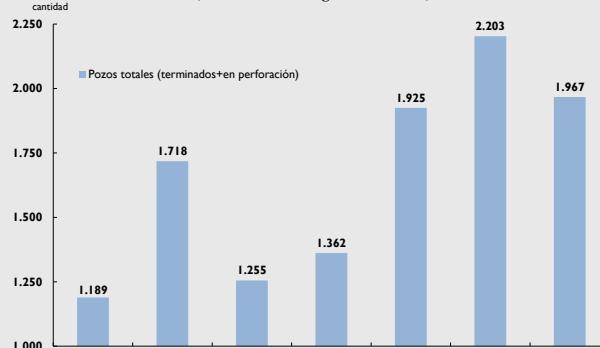
²⁴ Resolución N°1077/14 del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

²⁵ Resolución N°1/14 de la Comisión de planificación y coordinación estratégica del plan nacional de inversiones hidrocarburíferas.

²⁶ Un yacimiento se considera maduro cuando su producción ha superado el máximo previsto y comienza a reducir su rendimiento. En general eso sucede cuando ha producido durante más de diez años.

del Estado²⁷. Los primeros resultados de estas políticas de impulso al sector se vinculan con el importante incremento en la perforación de pozos para exploración y extracción de hidrocarburos evidenciada desde el año 2012. El número de pozos terminados y en perforación pasó de 1.255 en 2011 a 1.967 en 2015, representando un incremento de 56,7% (ver gráfico 2).

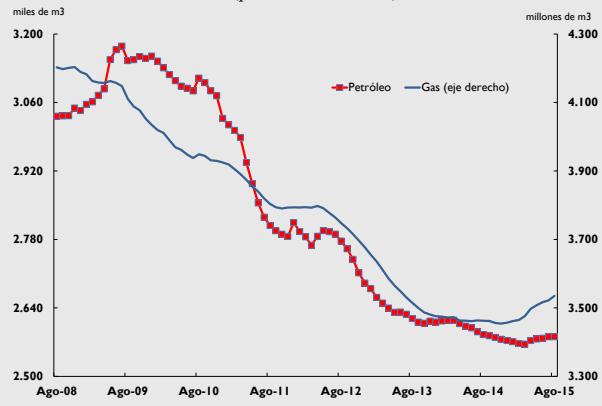
Gráfico 2 | Cantidad de Pozos en Perforación y Terminados (acumulado ene-agosto de cada año)



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Energía.

Con respecto a la producción nacional de petróleo crudo, según datos de la Secretaría de Energía, se logró revertir la tendencia decreciente que venía exhibiendo en los últimos años, evidenciándose un leve aumento en el período enero-agosto (0,4% interanual —i.a.—) por primera vez desde 2009. En el caso del gas natural, el dinamismo de la producción local es más notorio, con un crecimiento de 3,4% i.a. en el mismo período (ver gráfico 3).

Gráfico 3 | Producción Nacional de Petróleo y Gas (prom. móvil 12 meses)



Fuente: Secretaría de Energía

Por otra parte, se observó una mayor actividad de las refinerías locales, con un crecimiento de 3,4% i.a. entre enero y septiembre de 2015, que redundó

²⁷ Mediante la Ley N°26741/12 se declaró de interés público nacional el logro del autoabastecimiento de hidrocarburos y se expropió el 51% de las acciones de YPF S.A. y de Repsol YPF Gas S.A.

en una disminución de las compras externas de combustibles líquidos (ver gráfico 4). En particular, las cantidades importadas de fuel oil se redujeron año tras año desde un máximo de 1,5 millones de m³ en 2011 a 0,6 millones de m³ en 2014, siendo nulas las compras al exterior de este hidrocarburo en lo transcurrido de 2015.

Gráfico 4 | Importaciones y Producción Local de Derivados de Petróleo



El rol de Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF) en el impulso que tomó la actividad del sector resultó muy importante, al contabilizar en lo que va de 2015 un alza en su producción de crudo y de gas de 5,4% y 12,4% i.a., respectivamente.

A partir del cambio de gestión, YPF presentó un plan estratégico cuya primera etapa se focalizó en detener el declive de la producción. Para ello desarrolló tareas de optimización de los yacimientos maduros —especialmente en la Cuenca Neuquina y en el Golfo de San Jorge— y el relanzamiento de la exploración y el desarrollo intensivo de los reservorios no convencionales (*Shale Gas* y *Tight Gas*). Como consecuencia, los rendimientos de los yacimientos maduros comenzaron a repuntar paulatinamente, lográndose un alza de la producción de petróleo de la Cuenca Neuquina, por primera vez luego de varios años de retracción (ver gráfico 5).

Dicho desempeño, enmarcado en un plan exploratorio, fue potenciado por el desarrollo de las formaciones no convencionales, en particular en Vaca Muerta. Los tres proyectos que ya están en plena actividad en dicha área son los denominados Loma Campana, La Amarga Chica y El Orejano y su producción actual de *shale* se ubica por encima de las 40.000 toneladas equivalentes de petróleo por día, duplicándose respecto de un año atrás, aunque con una incidencia todavía muy baja en la producción total de hidrocarburos.

Gráfico 5 | Evolución Reciente de la Producción por Cuenca



Si bien la caída en la cotización internacional del petróleo ha puesto en revisión a grandes proyectos destinados a la exploración y explotación de recursos no convencionales, Argentina sigue atrayendo la atención de inversores internacionales debido a su elevado potencial de mediano y largo plazo. En especial se destacan las peculiares características de las formaciones en cuanto a su tamaño, su espesor y su contenido de riqueza orgánica (ver gráfico 6).

Gráfico 6 | Cuenca Argentina con Potencial No Convencional



Según un informe publicado por la Administración de Información Energética del Departamento de Energía de Estados Unidos²⁸, la Argentina ocupa el segundo lugar en el mundo en recursos no convencionales de gas y el cuarto en petróleo, junto con China y Estados Unidos. Sólo la formación Vaca Muerta cubre una superficie de 30.000 km² mien-

²⁸ EIA por sus siglas en inglés: *World Shale Gas Resources: An initial assessment of 14 regions outside United States* (Abril de 2011). EIA/ARI, *World Shale Gas and Shale Oil Resources Assessment: Energy Information Administration-Advances Resources International* (Junio de 2013).

tras que existen otras áreas en incipiente desarrollo. Entre ellas se encuentran Los Molles, el bloque El Trébol en la cuenca del Golfo San Jorge y el área Filo Morado, perteneciente al yacimiento Agrio, que comparten Neuquén y Mendoza.

En síntesis, en los últimos años se han formulado un conjunto de políticas que han permitido revertir la tendencia de caída en la producción de petróleo y gas y han incentivado la sustitución de importaciones de derivados, aunque todavía la actividad está lejos de sus récords históricos. El sector presenta grandes potencialidades a mediano y largo plazo, en especial relacionadas con la explotación de recursos no convencionales, que requieren de un nivel importante de inversiones públicas y privadas. En ese marco, se plantean grandes desafíos por delante que tienen que ver en gran medida con el fomento de un mayor nivel de productividad —optimizando los procesos productivos, generando sinergias y economías de escala— para reducir los costos de producción y, de esta manera, continuar atrayendo inversiones incluso en un escenario en el que los precios internacionales de petróleo vigentes en la actualidad se sostengan en el tiempo.

4 Condiciones Socio-económicas

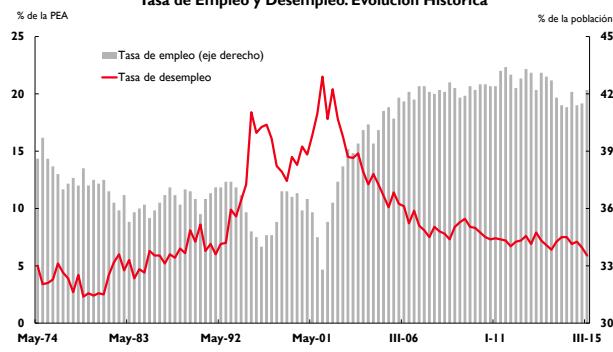
En el tercer trimestre de 2015, la tasa de desocupación alcanzó el 5,9% de la Población Económicamente Activa (PEA), disminuyendo en relación a un año atrás (-1,6 puntos porcentuales –p.p.–). La tasa de empleo presentó una suba de 0,9 p.p. en ese lapso y se ubicó en 42,2% de la población, al tiempo que la fuerza laboral se mantuvo prácticamente estable respecto de un año atrás, en 44,8% de la población.

La tasa de subocupación se situó en 8,6% de la PEA entre julio y septiembre de este año, mostrando una caída de 0,6 p.p. en términos interanuales (i.a.), fundamentalmente como consecuencia del desempeño de la subocupación demandante. De esta manera, la tasa de desempleo abierto —que comprende a los desocupados y a los ocupados de tiempo parcial que buscan activamente empleo— alcanzó al 11,8% de la PEA, marcando un descenso de 2 p.p. i.a.

Con datos al segundo trimestre, la tasa de informalidad permaneció en el mismo nivel de un año atrás —33,1% de los asalariados— al tiempo que la generación de puestos de trabajo formales aceleró su ritmo de expansión. El Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) contabilizó un incremento de la nómina de aportantes de 3% i.a. entre abril y junio, frente a una tasa de suba de 2,5% i.a. en la primera parte del año. El aumento del empleo formal respondió al mayor dinamismo de la actividad económica, siendo el sector privado (2,8% i.a.) el que tuvo la mayor incidencia en la generación anual de ocupaciones, explicando el 73% del total (174 mil puestos). Entre los sectores que impulsaron dicho desempeño se destacaron la construcción, la minería, los servicios públicos, la enseñanza y las actividades empresariales, inmobiliarias y de alquiler.

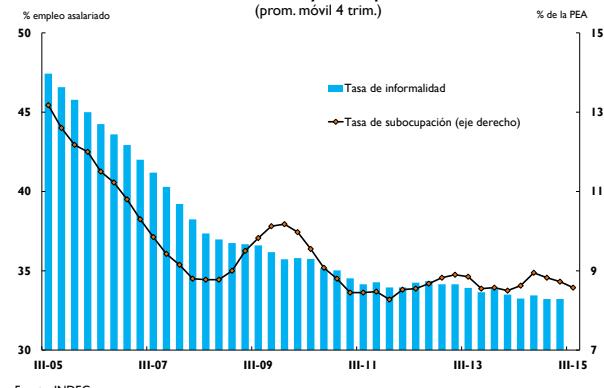
El aumento de los niveles de empleo junto con el alza de los salarios, dio lugar a una suba de los ingresos de las familias en el tercer trimestre del año, favorecidos además por las políticas públicas dirigidas a los sectores económicos más vulnerables. Entre las medidas implementadas con mayor impacto social en el tercer trimestre se destacan: la incorporación de nuevos beneficiarios en el marco de la segunda etapa del Plan de Inclusión Previsional —que elevó la cobertura a un nivel récord histórico y regional cercano al 97% de la población objetivo—; la aprobación de la ley de movilidad de las asignaciones familiares, por la que los montos se actualizarán automáticamente a partir de 2016 en los meses de marzo y en septiembre, junto con los haberes previsionales; y la media sanción de un proyecto para convertir en ley el PROGRESAR (Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina) e implementar el ajuste automático del beneficio.

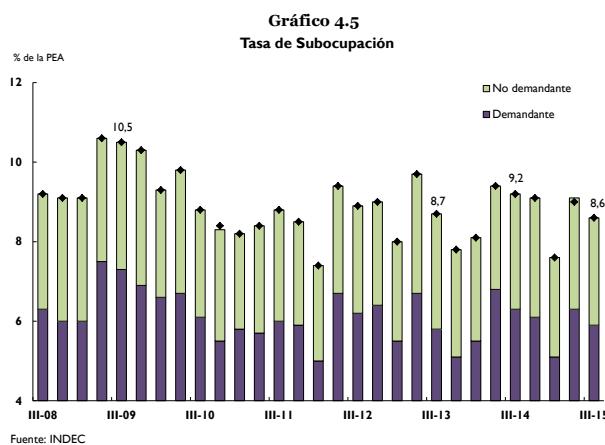
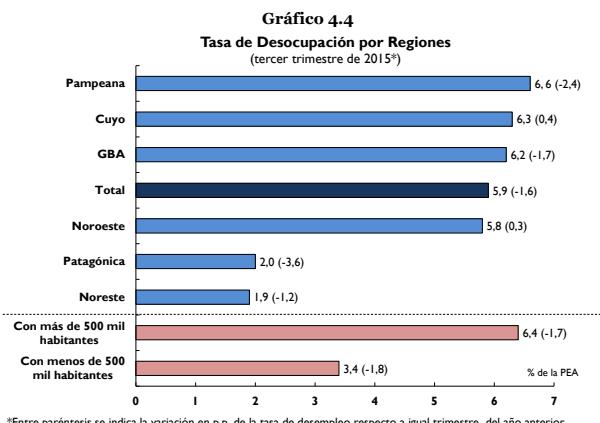
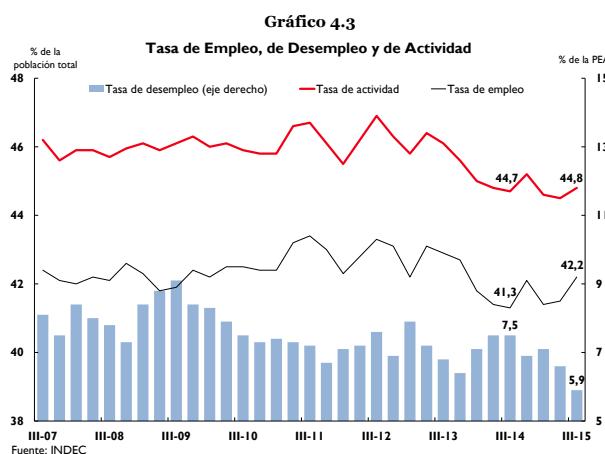
Gráfico 4.1
Tasa de Empleo y Desempleo. Evolución Histórica



Fuente: INDEC

Gráfico 4.2
Informalidad y Subocupación (prom. móvil 4 trim.)





4.1 Principales Indicadores del Mercado Laboral²⁹

En el tercer trimestre de 2015 la tasa de desocupación se ubicó en 5,9% de la Población Económicamente Activa (PEA), según la información de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) correspondiente a 31 aglomerados urbanos (ver gráfico 4.1). En su comparación interanual (i.a.) el desempleo exhibió una marcada reducción, de 1,6 puntos porcentuales (p.p.), explicada por una suba de la tasa de empleo³⁰ (0,9 p.p.) acompañada de una relativa estabilidad de la tasa de actividad³¹ (0,1 p.p.; ver gráfico 4.3).

La disminución del desempleo en relación a un año atrás fue generalizada en las distintas regiones del territorio nacional, con excepción de la zona de Cuyo y el Noroeste. En particular, en el Gran Buenos Aires (GBA) la desocupación alcanzó el 6,2% de la PEA en el tercer trimestre de 2015, con una caída de 1,7 p.p. i.a. En tanto, en el interior del país se destacó el desempeño de la región patagónica, donde la tasa de desempleo descendió 3,6 p.p. i.a. hasta alcanzar el 2% de la PEA (ver gráfico 4.4).

En tanto, los indicadores de calidad del empleo disponibles continuaron señalando mejoras, ubicándose tanto la tasa de informalidad como la de subocupación entre los niveles más reducidos de la serie histórica (ver gráfico 4.2).

La tasa de subocupación bajó de 9,2% en el tercer trimestre de 2014 a 8,6% un año después. Ello fue consecuencia de la retracción de la tasa de subocupación demandante³² hasta 5,9% de la PEA (-0,4 p.p. i.a.), mientras que la tasa de subocupación no demandante³³ se ubicó en 2,7% (-0,2 p.p. i.a.; ver gráfico 4.5). Así, la tasa de desocupación abierta, que comprende a los desocupados y a los subocupados que buscan activamente empleo, alcanzó entre julio y septiembre de 2015 11,8% de la PEA, (-2 p.p. i.a.), el mínimo registro desde fines de 2013.

Los últimos datos disponibles de informalidad laboral correspondientes al segundo trimestre de

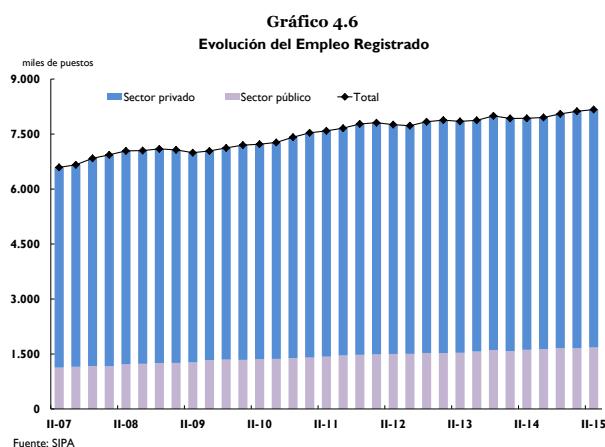
²⁹ A partir del cuarto trimestre de 2013 el INDEC comenzó un proceso de migración de los datos a fin de actualizar las estimaciones de la población de referencia de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) con el Censo Nacional de Población, Hogares y Vivienda (CNPHV) de 2010, que estaban basados en el CNPHV 2001. Hasta tanto no se difunda una serie estadística expresada en la misma base que permita comparar de manera homogénea los datos de un trimestre con el mismo período del año anterior, no es correcto analizar el desempeño del mercado de trabajo en términos de niveles.

³⁰ Cociente entre la población ocupada y la población total.

³¹ Cociente entre la PEA y la población total.

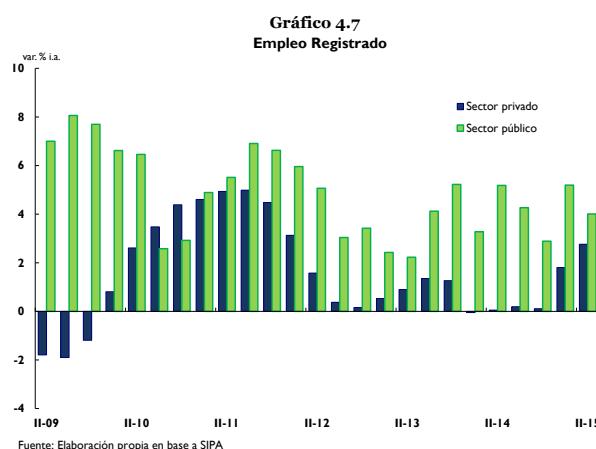
³² Cociente entre el número de subocupados que busca activamente empleo y la PEA.

³³ Cociente entre el número de subocupados que no busca empleo y la PEA.



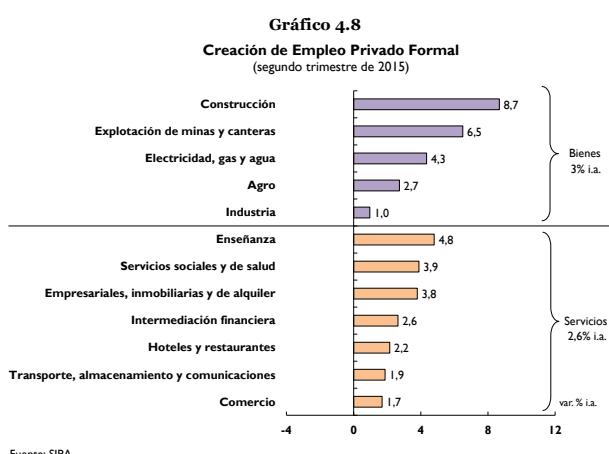
2015 señalaron que la misma se mantuvo estable durante el último año, en 33,1% del total de los asalariados comprendidos por la EPH.

La información del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), correspondiente al segundo trimestre del año, dio cuenta de un aumento del empleo formal que va más allá de la formalización de trabajadores. En total, el sistema previsional contabilizó un aumento en la nómina de empleados formales de 239 mil entre el segundo trimestre de 2015 y el mismo período de 2014 (3% i.a.; ver gráfico 4.6). El sector privado explicó el 73% de dicho incremento, al exhibir su plantilla registrada en el SIPA un alza de 174 mil puestos (2,8% i.a.). En tanto, la ocupación en el sector público se elevó 4% i.a. (+65 mil puestos en dicho lapso; ver gráfico 4.7).



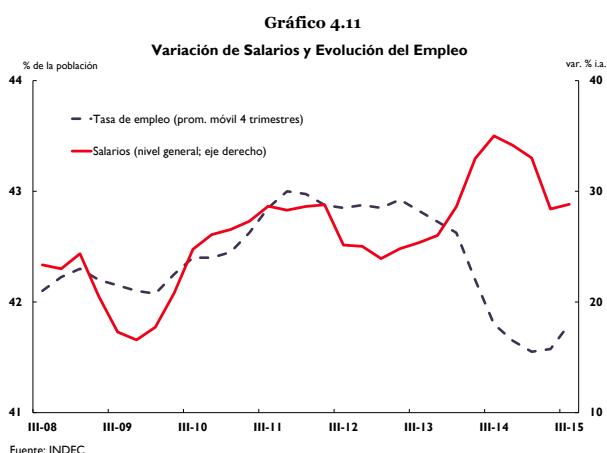
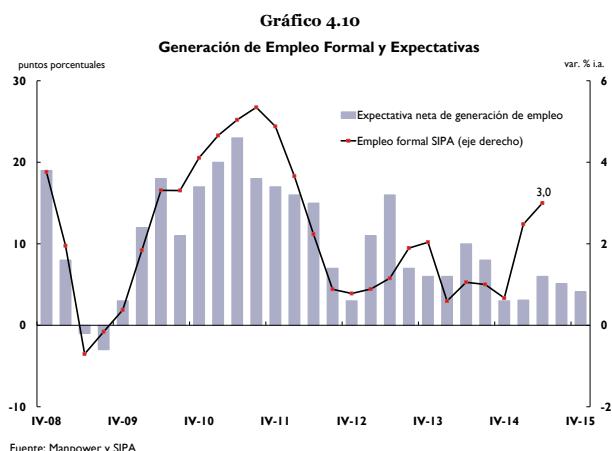
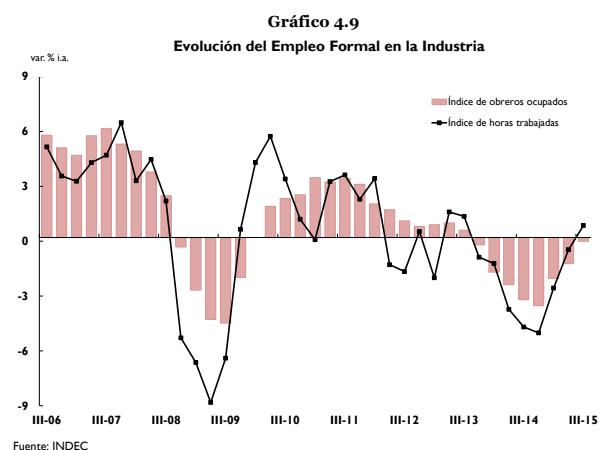
Hacia el interior de la ocupación privada formal se observó una aceleración en el ritmo de suba tanto en los sectores productores de bienes (3% i.a.), como en los oferentes de servicios (2,6% i.a.). Este desempeño respondió al mayor dinamismo de la actividad económica (ver sección 3).

Todos los sectores productores de bienes mostraron subas de la ocupación registrada. Por encima de la media se ubicaron los incrementos en la construcción (8,7% i.a.), explotación de minas y canteras (6,5% i.a.) y electricidad, gas y agua (4,3% i.a.). Cabe resaltar que la rama más importante por su incidencia en la actividad —la industria— generó empleo formal neto (1% i.a.) luego de 5 trimestres consecutivos de caída interanual, acompañando al desempeño de la producción (ver gráfico 4.8).



De acuerdo a un informe reciente del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social³⁴ entre los segmentos industriales que propiciaron la mayor ocupación registrada se encuentran el de fabricación de alimentos, con una creación de alrededor de 6.800 empleos entre julio de 2014 y julio de 2015, el de producción de maquinaria y equipo y el de equipamiento de transporte ferroviario y automotor. Entre las actividades que declararon una reducción de su plantilla formal en ese período, se señala a la industria automotriz (-3.400 puestos), seguros (-1.900), edición (-1.160), transporte marítimo y fluvial (-570), silvicultura (-550) y metales comunes (-445).

³⁴ “Crecimiento del empleo registrado del sector privado en el total del país. Datos a julio 2015”.



Los resultados de la encuesta industrial correspondiente al tercer trimestre de 2015³⁵ confirmaron la mejora marginal del empleo en el sector. La cantidad de obreros ocupados en la industria disminuyó 0,2% i.a., recortando las disminuciones de 1,4% i.a. en el segundo trimestre de 2015 y de 3,4% i.a. evidenciada en igual período del año pasado. Por su parte, la cantidad de horas trabajadas durante el tercer trimestre del año en el conjunto de las ramas manufactureras aumentó 0,7% i.a. luego de siete trimestres consecutivos de caída (ver gráfico 4.9).

Hacia el interior de los servicios, la creación de ocupación formal en el segundo trimestre de 2015 fue superior en enseñanza (4,8% i.a.), servicios sociales y de salud (3,9% i.a.) y servicios empresariales, inmobiliarias y de alquiler (3,8% i.a.), mientras que, al igual que en la primera parte del año, la menor suba se verificó en las actividades comerciales (1,7% i.a.). Esta última rama es la más importante en términos de empleo formal del sector, representando aproximadamente 27% de la nómina de servicios y 18% del empleo formal total.

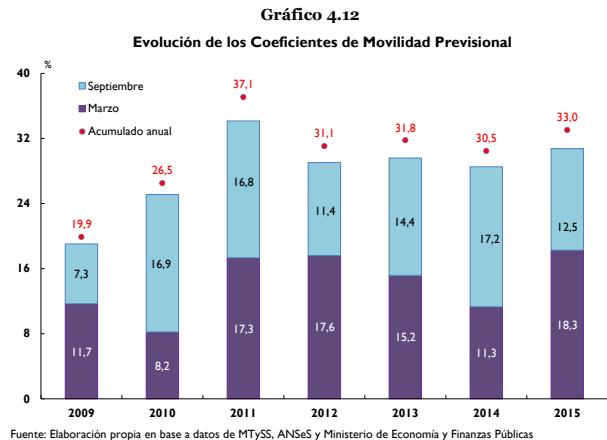
Las expectativas de los empresarios acerca de la dotación de personal en el último tramo del año anticipan un escenario mayoritariamente estable. No obstante, las encuestas privadas³⁶ señalaron que la perspectiva de cambio neta —porcentaje de encuestados que espera un aumento en la dotación de personal durante octubre-diciembre neto de aquel que prevé disminuciones— se ubicó en 4,1 p.p., por debajo del resultado del trimestre anterior (ver gráfico 4.10).

4.2 Ingresos

La masa salarial se incrementó en el tercer trimestre de 2015, a partir del aumento de los niveles de empleo y de las remuneraciones, en un contexto en el que los distintos índices de precios mantuvieron relativamente estable su tasa de crecimiento interanual (ver gráfico 4.11). Los salarios nominales de la economía, medidos a través del Índice de Salarios del INDEC, subieron en promedio 29,5% i.a. entre julio y septiembre, mostrando una leve aceleración respecto al segundo trimestre (28,4% i.a.)

³⁵ La encuesta industrial llevada a cabo por el INDEC recopila información acerca del empleo y los salarios industriales a nivel nacional, en una muestra de más de 3.000 locales seleccionados a partir del Censo Nacional Económico. Considera como ocupado al personal mensualizado en relación de dependencia o con contrato a término.

³⁶ Manpower: encuesta de expectativas de empleo realizada a una muestra representativa de 800 empleadores de todo el país a los que se les preguntó si preveían modificaciones en el nivel de empleo de su empresa en el cuarto trimestre que termina en diciembre de 2015 en comparación con el trimestre inmediato anterior. Se excluyeron las respuestas de empleadores que no tenían tomada la decisión al momento de la encuesta (ns/nc).



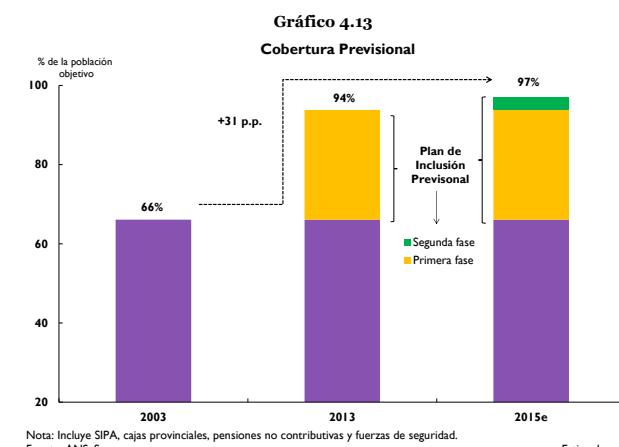
como consecuencia de la plena vigencia de los nuevos acuerdos surgidos de las paritarias (ver sección 7). Cabe aclarar que el Salario Mínimo Vital y Móvil se incrementó 18,5% en agosto y se elevará otro 10% en enero próximo, completándose así un haber de \$6.060 mensuales.

El gasto de las familias se vio favorecido además por la implementación de un conjunto de medidas destinadas a proteger el empleo y reforzar los ingresos de los sectores económicos más vulnerables. Entre las iniciativas con mayor impacto social se destaca el incremento de 30% en 2015 de las asignaciones familiares, entre las que se incluye la Asignación Universal por Hijo (AUH), y la aprobación de una ley, el 15 de julio de 2015, que dispone la actualización automática de dichos beneficios a partir de 2016 en los meses de marzo y septiembre, al igual que las jubilaciones y pensiones³⁷. Por aplicación de dicho régimen, los haberes previsionales acumularán este año un aumento de 33,03%, superior al del año anterior (ver gráfico 4.12).

Luego de la implementación de la segunda etapa del plan de inclusión previsional, el total de beneficiarios supera los 8 millones de personas. En esta segunda fase, se incorporaron 627,3 mil nuevos adultos mayores. De esta manera, prácticamente se habría logrado la universalización de la cobertura, al alcanzarse un nivel récord histórico y regional de 97% de la población de referencia (ver gráfico 4.13).

También merece resaltarse la extensión de la ayuda a los jóvenes a los que se asiste mediante el programa PROGRESAR³⁸ (Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina), que supera los 790 mil inscriptos un 39% por encima del total de asistidos en marzo. El monto mensual de la asistencia asciende a \$900 desde abril, cuando se dispuso un incremento del 50%.

En cuanto a la distribución del ingreso, el coeficiente de Gini³⁹ permaneció en el entorno de su nivel mínimo histórico (0,41 en el segundo trimestre de 2015) mostrando una tendencia prácticamente estable desde 2012.



³⁷ Ley N°26417 de movilidad previsional.

³⁸ El 4 de noviembre de 2015, la Cámara de Diputados otorgó media sanción a un proyecto de ley que crea el “Régimen de Promoción de Juventudes” que, entre otras medidas, actualiza los montos del PROGRESAR según los índices de movilidad previsional. Este programa esté destinado a jóvenes nativos o naturalizados de entre 18 y 24 años, que estudian en instituciones de gestión pública y se encuentran desocupados o trabajando informalmente, o bien en la economía formal y sus ingresos o los del grupo familiar no supera el salario mínimo vital y móvil. Se implementa mediante una ayuda económica para que puedan iniciar, retomar o sostener sus estudios en cualquier nivel educativo.

³⁹ El coeficiente de Gini es una medida de distribución del ingreso. Es igual a cero si todas las unidades reciben lo mismo y se approxima a uno al incrementarse la desigualdad de la distribución. Corresponde al ingreso per cápita del grupo familiar.

5 Sector Externo

Las exportaciones de bienes desaceleraron su ritmo de caída en el tercer trimestre del año, a partir de la recuperación de las cantidades despachadas de manufacturas agropecuarias vinculadas al complejo sojero. Las cotizaciones internacionales de los principales *commodities* que exporta Argentina continuaron disminuyendo y contrarrestaron el aumento en los volúmenes comercializados. Es así, como las ventas externas presentaron una caída de 11,8% en términos interanuales (i.a.) entre julio y septiembre, acumulando en lo que va de 2015 una baja de 15,8% i.a.

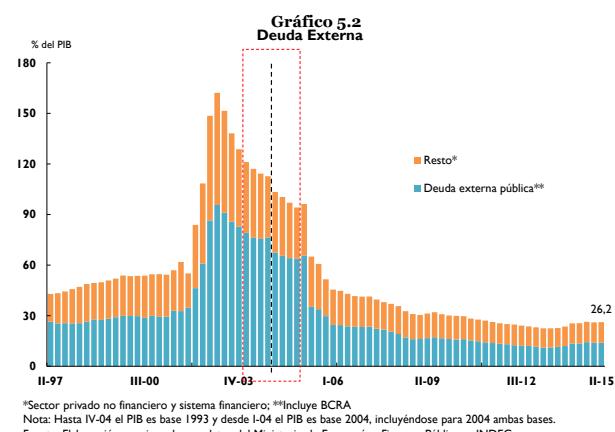
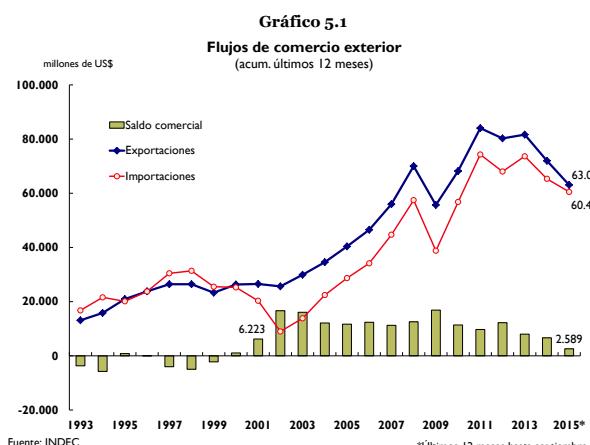
Las importaciones también recortaron la caída hasta 1,9% i.a en el tercer trimestre de 2015, después de haber acumulado una disminución de 13,5% i.a. en los primeros seis meses del año. Este desempeño respondió a un aumento generalizado de las cantidades adquiridas de los usos de importación, principalmente aquellos vinculados al consumo, los combustibles, y las piezas y accesorios para bienes de capital. El alza en las cantidades adquiridas desde el exterior prácticamente contrarrestó la baja de los precios. En los primeros nueve meses del año, las importaciones acumularon una disminución de 9,6% i.a.

De este modo, el superávit comercial totalizó U\$S1.551 millones en el acumulado a septiembre, US\$4.064 millones por debajo del observado en igual lapso de 2014.

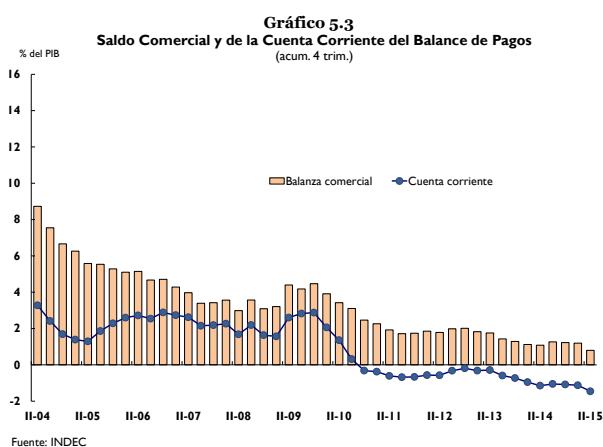
En el segundo trimestre de 2015, el saldo de la cuenta corriente disminuyó respecto de igual período de 2014 debido al menor aporte de la balanza comercial, alcanzando en los últimos cuatro trimestres un déficit equivalente a 1,5% del PIB. En tanto, la cuenta capital y financiera tuvo un saldo positivo, que obedeció a los ingresos netos correspondientes al sector privado no financiero y al BCRA.

Como resultado de las operaciones del balance de pagos, las reservas internacionales aumentaron US\$2.300 millones en el período abril-junio, acumulando un incremento de US\$2.674 millones en el primer semestre. A inicios del cuarto trimestre, al registrarse elevados pagos de los servicios de la deuda pública —como consecuencia básicamente de la cancelación del BODEN 2015 por un total de US\$5.899 millones—, se observó una disminución en las reservas internacionales.

La deuda externa total (pública y privada) aumentó US\$3.548 millones en términos interanuales a fines de junio de 2015 (hasta alcanzar un 26,2% del PIB). No obstante, el nivel de la deuda externa en relación al tamaño de la economía se ubica entre los valores mínimos históricos.

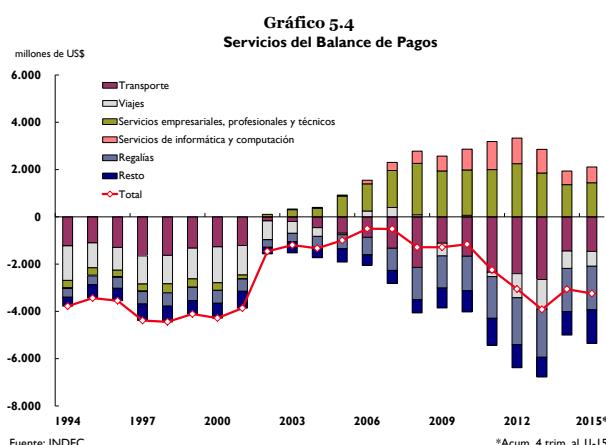


5.1 Cuenta Corriente



La cuenta corriente registró en los últimos 12 meses un déficit de 1,5% del PIB al segundo trimestre del año, verificándose un deterioro en el margen debido al menor aporte positivo del balance comercial a partir de una mayor retracción de las exportaciones junto con un recorte de la caída de las importaciones (ver gráfico 5.3).

Los servicios contribuyeron en igual sentido. La baja en los ingresos por seguros y por el turismo receptivo superó a la caída de los egresos originados por servicios profesionales, empresariales y técnicos, de comunicaciones y de fletes, esto último como resultado de la contracción de los volúmenes de intercambio de mercancías. De esta manera, en el segundo trimestre del año se registró un ligero deterioro en el saldo de los servicios del balance de pagos, tendencia que se observa desde 2011 (ver gráfico 5.4).

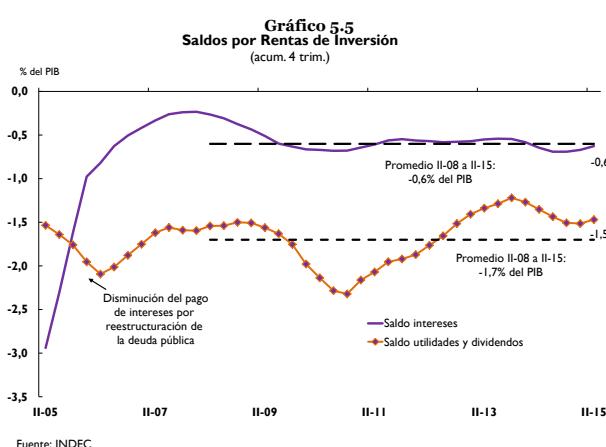


La cuenta rentas de la inversión evidenció una mejora entre abril y junio explicada principalmente por el menor devengamiento por pago de intereses — en particular aquellos correspondientes al sector público no financiero — y de utilidades y dividendos. En el acumulado de los últimos 4 trimestres los saldos por estos conceptos representaron cifras cercanas a -0,6% y a -1,5% del PIB, respectivamente, registros similares al promedio de los últimos 7 años (ver gráfico 5.5).

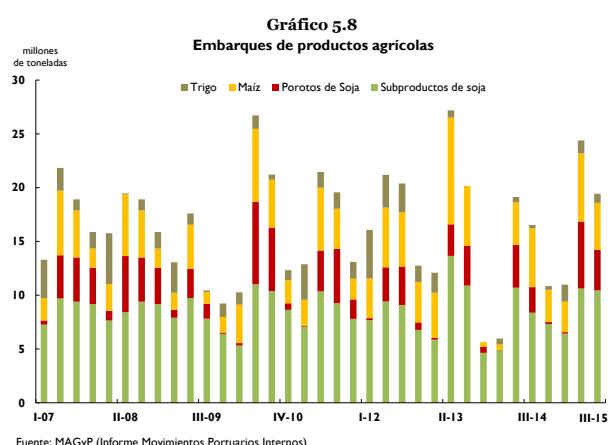
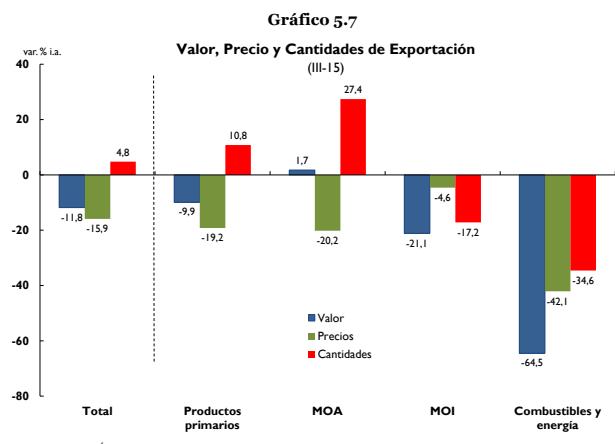
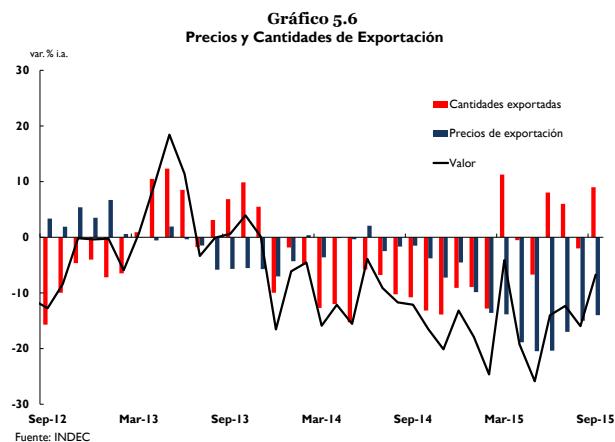
5.1.1 Balanza Comercial⁴⁰

Las ventas externas presentaron una mejora en el margen al recortar su ritmo de caída al 11,8% i.a. en el tercer trimestre del año — cuando en el primer semestre lo venían haciendo al 17,9% i.a. —, producto de una recuperación de las cantidades comercializadas de las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA; ver gráfico 5.6).

Por otro lado, los volúmenes despachados de Productos Primarios (PP) perdieron dinamismo aunque se siguieron ubicando por encima de los de 2014. En tanto, los envíos de las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) y los combustibles profundizaron la retracción que ya venían mostrando desde inicios de año.



⁴⁰ Salvo indicación contraria, se hace referencia a los resultados publicados por el INDEC en el comunicado de prensa sobre el Intercambio Comercial Argentino —ICA—.



Por su parte, los precios de exportación siguieron la tendencia declinante de las cotizaciones de las materias primas, y continuaron afectando mayormente a los PP, las MOA y a los combustibles y energía (ver sección 7).

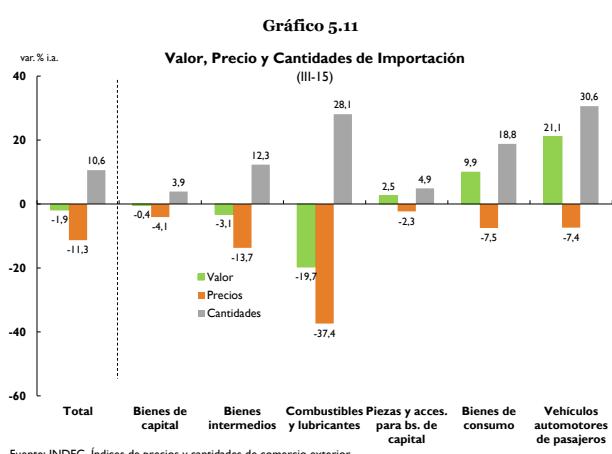
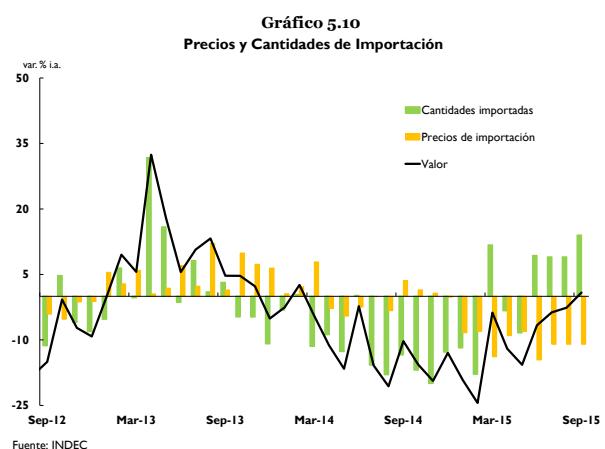
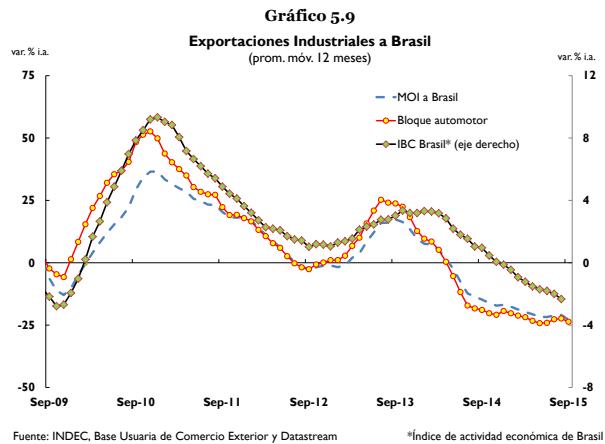
Así, en el período enero a septiembre las ventas externas medidas en dólares acumularon un retroceso de 15,8% i.a., generalizado en todos los rubros, siendo las de productos manufacturados, tanto de origen agropecuario como industrial, junto con las de combustibles y energía las que más contribuyeron al desempeño a nivel agregado (ver gráfico 5.7).

Las ventas externas de MOA subieron 1,7% i.a. en el tercer trimestre, impulsadas por el fuerte repunte de los volúmenes embarcados de aceites y subproductos oleaginosos (*pellets*) que logró revertir la retracción de sus cotizaciones en ese lapso (ver gráfico 5.8). De todos modos, en el acumulado de los primeros nueve meses del año el impacto negativo de los precios internacionales de los *commodities* agrícolas tuvo mayor incidencia en las exportaciones del rubro, que se ubicaron en valores 11,8% por debajo de sus niveles de un año atrás.

Por otro lado, los valores exportados de PP profundizaron la caída en el tercer trimestre respecto a los primeros seis meses del año, a raíz del menor dinamismo de los volúmenes despachados, los cuales subieron 10,8% i.a., después de haberse elevado 22,4% i.a. en el primer semestre del año, junto con precios internacionales que disminuyeron a un ritmo similar. El reciente comportamiento respecto al mismo lapso de 2014 respondió a la caída en los despachos de maíz, debido a una elevada base de comparación. En tanto, los envíos de porotos de soja y de trigo continuaron en alza, en línea con el aumento del volumen cosechado en la campaña agrícola 2014/15 (ver sección 3)⁴¹. Adicionalmente, las exportaciones de concentrado de cobre disminuyeron en menor proporción que a inicios de año, aunque en el acumulado de 2015 tuvieron la mayor incidencia en la caída de las ventas de bienes primarios, al conjugararse retracciones en las cantidades y en los precios de exportación.

Así, en los primeros nueve meses del año las ventas externas de PP se ubicaron 4,6% por debajo de los valores de igual período de 2014, afectadas por la

⁴¹ De acuerdo a evolución de las exportaciones y de los embarques hasta mediados de noviembre, a fin de 2015 quedarían elevados stocks de porotos de soja pendientes de comercialización.



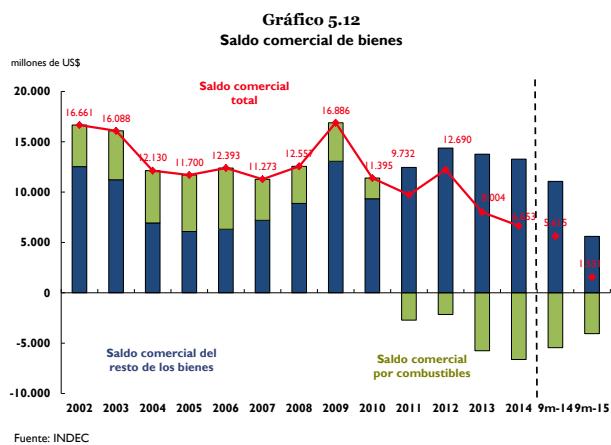
caída de los precios de los *commodities* (-19,0% i.a.) que compensó el aumento en las cantidades comercializadas (17,7% i.a.).

Las MOI se mantuvieron en baja en los meses recientes, profundizando la tendencia que venían exhibiendo debido a una mayor retracción de los volúmenes comercializados, que estuvo ampliamente difundida entre los sub-rubros. En particular, incidieron los menores envíos de productos químicos y conexos, que cayeron 24,5% i.a. en el tercer trimestre, a partir del desempeño de los despachos de biodiesel (-56% en cantidades y -66,0% i.a. en valores). Similar evolución tuvieron los metales comunes y las materias plásticas y sus manufacturas (-49,2% i.a. y -35,1% i.a. entre julio y septiembre), mientras que durante los primeros seis meses habían descendido en menor medida (-30,7% y -14,7% i.a. respectivamente). Por otro lado, se verificó una mejora en las ventas del complejo automotriz, aunque continuó en descenso, siguiendo la dinámica del comercio bilateral con Brasil, principal destino de los automotores y autopartes argentinos (ver gráfico 5.9). Los envíos a Brasil, al igual que en el primer semestre, cayeron en mayor proporción que el total de las exportaciones automotrices, dado el repunte de las ventas hacia la Unión Europea (UE). Por el contrario, el subrubro piedras, metales preciosos y sus manufacturas aumentó 35,8% i.a. en el tercer trimestre, tras haber crecido 23,6% i.a. en el primer semestre, por el incremento de las cantidades despachadas de oro para uso no monetario (129,3% i.a.), a partir de la puesta en funcionamiento de la mina de Cerro Negro en el segundo trimestre, lo que contrarrestó la caída en sus cotizaciones, dando lugar a una suba de 31,2% i.a. en valores.

De esta forma, a septiembre las MOI acumularon un retroceso de 19,0% i.a., en gran parte vinculado a la evolución de las cantidades.

Las ventas externas de combustibles y energía mantuvieron la tendencia del primer semestre, acumulando una contracción de 58,1% i.a. en lo que va de 2015, debido principalmente al comportamiento de los precios internacionales del petróleo, al cual se sumó la merma en las cantidades (-21,6% i.a.). Al igual que en la primera mitad del año, este comportamiento se explicó principalmente por lo sucedido con las ventas de los carburantes y del petróleo crudo.

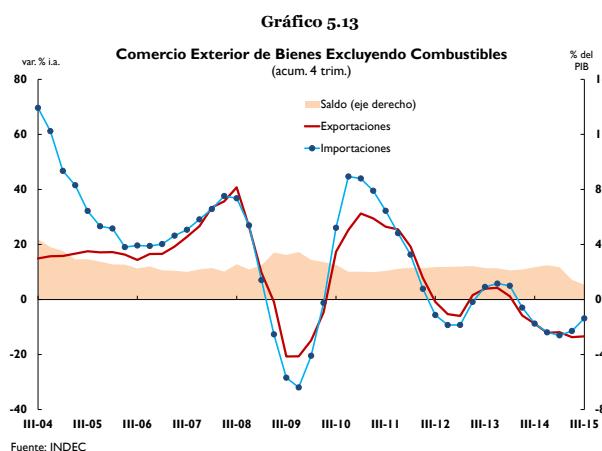
Durante el tercer trimestre las importaciones de bienes disminuyeron 1,9% i.a., recortando la merma



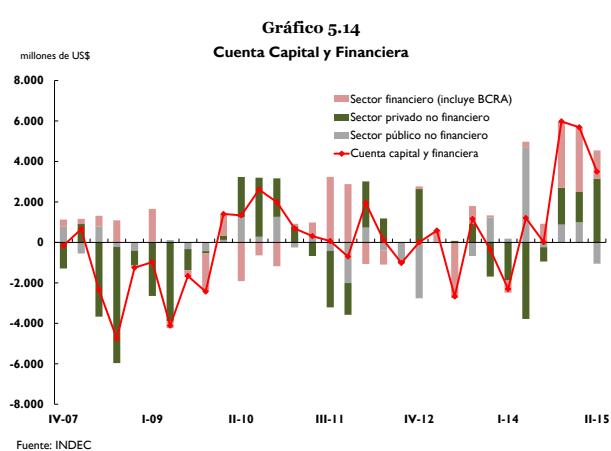
registrada durante el primer semestre del año. Este mayor dinamismo respondió al alza en los volúmenes comercializados de todos los usos. En particular, se destacó el incremento de las cantidades importadas de combustibles, piezas y accesorios para bienes de capital, bienes de consumo y vehículos, que en los tres últimos casos pudieron revertir la caída de los precios, logrando el incremento en los valores importados (ver gráfico 5.10 y 5.11).

Paralelamente los precios de importación continuaron cayendo, afectando principalmente a los combustibles y a los bienes intermedios, que más que compensaron el aumento en las cantidades ingresadas de esos usos. Es así como en el tercer trimestre la evolución de los combustibles fue el principal determinante de la baja en las importaciones.

Los valores importados acumularon una disminución en lo que va de 2015, hasta septiembre, de 9,6% i.a., respondiendo al impacto negativo de los precios.



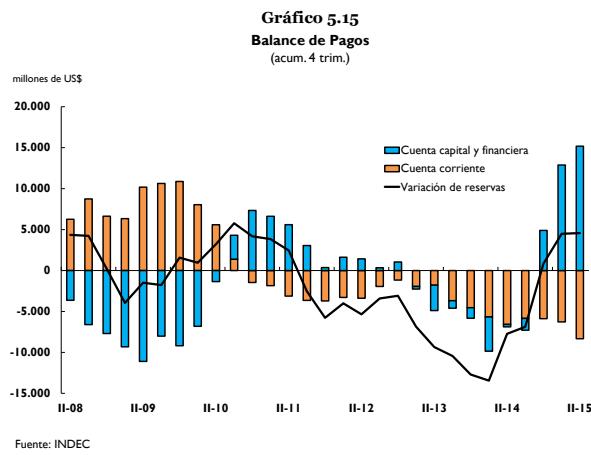
Por la evolución reciente de las exportaciones e importaciones, la balanza comercial mostró un mayor deterioro en el tercer trimestre, acumulando un saldo positivo de US\$320 millones, lo cual significó una caída de 86% i.a. En lo transcurrido de 2015 hasta septiembre, las exportaciones sumaron US\$47.263, mientras que las importaciones alcanzaron US\$45.711, dando como resultado un superávit comercial de US\$1.551 millones, US\$4.064 millones por debajo del registrado en el mismo período del 2014. Al interior del saldo, se observó una mejora en la balanza energética a partir de una reducción del déficit en US\$1.398 millones (ver gráficos 5.12 y 5.13).



5.2 Cuenta Capital y Financiera y Activos y Pasivos Externos⁴²

Entre abril y junio de 2015 la cuenta capital y financiera registró un superávit de US\$3.494 millones. Dicho desempeño obedeció fundamentalmente a ingresos netos de US\$3.145 millones del sector privado no financiero, y en menor medida, al superávit de US\$1.400 millones del sector bancario, ligado al saldo positivo del BCRA. Esto fue parcialmente compensado por un déficit de la cuenta financiera del sector público no financiero por un total de US\$1.051 millones (ver gráfico 5.14).

⁴² Estimaciones trimestrales del Balance de Pagos del INDEC al II-15.



Del superávit del sector privado no financiero correspondieron al pasivo US\$4.323 millones, lo que fue parcialmente compensado con la formación de activos externos por parte de residentes.

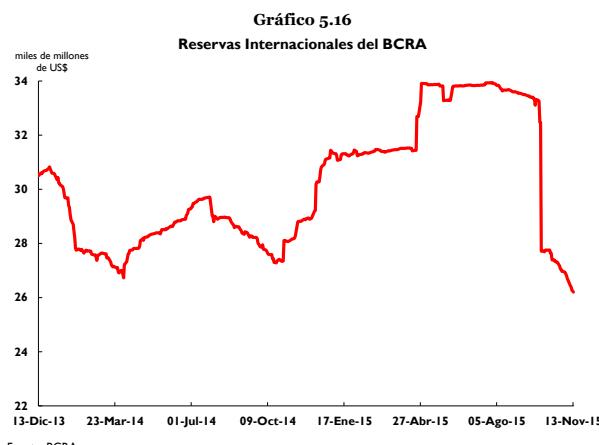
Por su parte, como se mencionó, el sector público no financiero presentó egresos netos por US\$1.051 millones, de los cuales la amortización de la deuda con el Club de París representó el 41%.

En lo referente al sector financiero incluyendo el BCRA, el ingreso neto respondió principalmente al uso en forma parcial del acuerdo de *swap* de monedas locales con el Banco Central de la República Popular de China.

De esta manera, en el acumulado de los últimos 4 trimestres la cuenta capital y financiera totalizó un superávit de US\$15.175 millones (2,7% del PIB).

Al cabo de los primeros seis meses del año, el desempeño de las operaciones registradas en el balance de pagos dio lugar a un incremento de las reservas internacionales de US\$2.674 millones, de los cuales el 86% correspondió al segundo trimestre (ver sección 9 y gráfico 5.15). A inicios del cuarto trimestre, al registrarse elevados pagos de los servicios de la deuda pública —como consecuencia básicamente de la cancelación del BODEN 2015 por un total de US\$5.899 millones— se observó una disminución en las reservas internacionales (ver gráfico 5.16).

A fines de junio de 2015, la deuda externa total (pública y privada) ascendió a US\$149.458 millones, con un incremento de US\$3.548 millones en términos interanuales. En relación al tamaño de la economía, la deuda externa se elevó desde 25,5% del PIB en junio de 2014 a 26,2% del Producto un año después, manteniéndose en niveles históricamente bajos (ver gráfico 5.2).



6 Finanzas Pùblicas

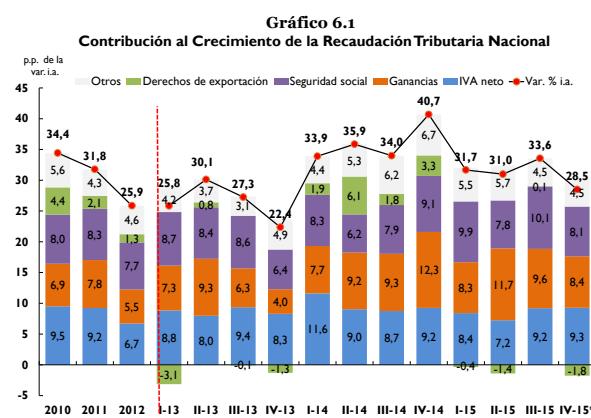
La recaudación tributaria nacional mostró un crecimiento interanual (i.a.) de 34% durante el tercer trimestre de 2015, algo superior al exhibido en el primer semestre (31% i.a.), si bien fue mostrando una tendencia de moderación en el transcurso de la segunda mitad del año hasta ubicarse en torno a 28% i.a. a inicios del último trimestre. Los tributos ligados a las transacciones internas —como los recursos de la seguridad social, el impuesto a las ganancias y el impuesto al valor agregado— mantuvieron elevadas tasas de aumento interanual. En tanto, aquellos asociados al comercio exterior tuvieron un desempeño más acotado, debido a los menores precios internacionales de las materias primas y a la menor incidencia de la variación del tipo de cambio.

En este marco, el incremento de los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) también verificó una aceleración al aumentar 38% i.a. durante julio —última información disponible—. Las erogaciones primarias se expandieron 38% i.a. en el séptimo mes, impulsadas por las transferencias corrientes al sector privado (que incluyen las asignaciones familiares y los subsidios), por las prestaciones previsionales y por las remuneraciones. Las transferencias corrientes al sector privado mostraron un alto ritmo de crecimiento (74% i.a.), superior al registrado durante el primer semestre, comportamiento que obedeció en parte a una baja base de comparación. Las obligaciones previsionales mostraron un importante dinamismo (45% i.a.), como consecuencia tanto de los ajustes de los montos de los haberes como de la incorporación de nuevos beneficiarios en el marco de la segunda etapa del plan de inclusión previsional. Por otra parte, el gasto de capital exhibió un bajo ritmo de expansión (5% i.a.).

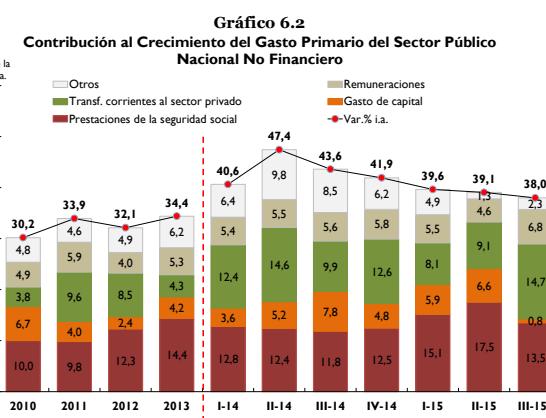
El resultado primario del SPNF representó aproximadamente -1,7% del PIB en los últimos doce meses a julio de 2015, mientras que el déficit financiero se ubicó cerca del 3,6% del Producto.

El Tesoro Nacional (TN) continuó afrontando sus necesidades de financiamiento tanto a partir de diversas colocaciones de instrumentos en el mercado como de fuentes provenientes del resto del sector público. El fondeo acumulado en licitaciones de bonos superó los \$36.000 millones en el tercer trimestre del año, sumando las colocaciones en moneda nacional, en moneda extranjera y en instrumentos vinculados al dólar. Asimismo, a inicios del último trimestre del año se colocaron \$8.300 millones de BONAR B+300 2017 y \$3.600 millones de BONAD junio 2017.

Los recursos tributarios propios de los distritos subnacionales crecieron levemente por encima del 30% i.a. en el tercer trimestre de 2015, reflejando un ritmo de expansión similar al observado durante la primera mitad del año. Los recursos totales girados por el gobierno nacional —coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros recursos de distribución automática y no automática— aumentaron 33% i.a. con datos parciales del tercer trimestre. A inicios del último trimestre del año, los ingresos tributarios de origen nacional continuaban creciendo a tasas cercanas al 34% i.a.

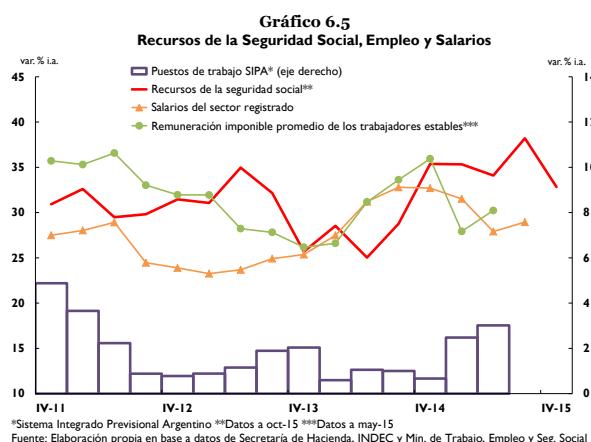
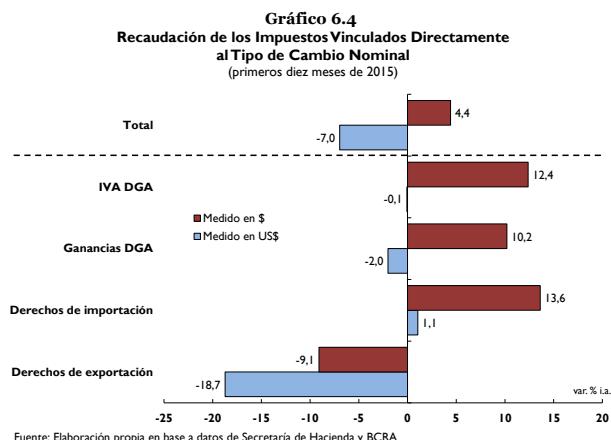
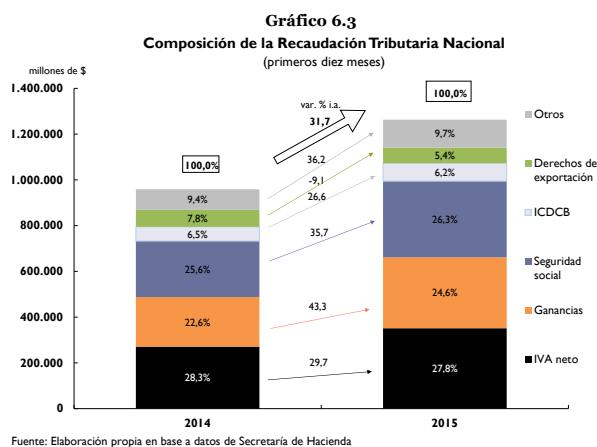


*Datos a oct-15



*Datos a jul-15

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



⁴³ En marzo y septiembre de 2015, dicha base se elevó de acuerdo a la indexación del tope por la movilidad previsional. A partir de los salarios devengados en marzo de 2015 la base imponible máxima pasó de \$36.531 a \$43.202 (18,26%; Resolución ANSeS N°44/2015) y en septiembre de 2015 alcanzó los \$48.598 (12,49%, Resolución ANSeS N°396/2015).

⁴⁴ A principios de mayo de 2015, el gobierno nacional anunció una modificación de las deducciones sobre el impuesto para personas físicas con remuneraciones mensuales brutas (entre enero y agosto de 2013) entre \$15.000 y \$25.000.

6.1 Ingresos

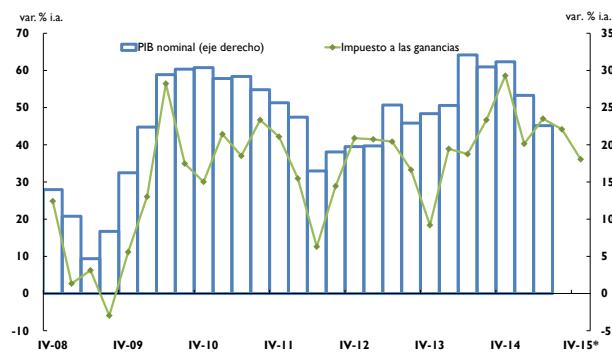
Durante el tercer trimestre de 2015 la recaudación tributaria nacional creció 34% interanual (i.a.), por encima del ritmo de expansión del primer semestre. De todos modos, estos ingresos fueron mostrando una tendencia de moderación en el transcurso de la segunda mitad del año hasta ubicarse en torno a 28% i.a. al comienzo del último cuarto del año (ver gráfico 6.1). Así, en los primeros diez meses de 2015 los recursos tributarios aumentaron 32% i.a. (ver gráfico 6.3). Se siguió destacando el impulso proveniente de los gravámenes ligados a las transacciones internas (básicamente por seguridad social, ganancias e Impuesto al Valor Agregado –IVA–). En tanto, aquellos impuestos asociados al comercio exterior registraron una mejora acotada en su desempeño interanual, influidos por los menores precios internacionales de las materias primas y por la menor variación del tipo de cambio nominal (ver gráfico 6.4).

Los recursos de la seguridad social se elevaron 38% i.a. entre julio y septiembre de 2015, por encima de la suba registrada en la primera mitad (35% i.a.), observándose una menor expansión en octubre (33% i.a.). El incremento de los salarios y la suba de la base imponible máxima para el cálculo de los aportes continuaron incidiendo sobre este comportamiento (ver gráfico 6.5)⁴³, al igual que la implementación del plan de facilidades de pago de deudas vigente hasta julio de 2015.

El impuesto a las ganancias mantuvo un dinámico desempeño y creció 44% i.a. durante el tercer trimestre del año, en línea con lo observado durante la primera mitad de 2015 (a octubre la suba ascendía al 36% i.a.). Volvieron a influir de manera positiva los mayores montos de transacciones y remuneraciones imponibles (ver gráfico 6.6). En sentido opuesto afectó el cómputo de mayores montos por aportes al sistema de seguridad social y por las modificaciones en el régimen para personas físicas⁴⁴.

El IVA bruto, es decir, sin descontar las devoluciones, creció 32% i.a. en el período bajo análisis, exhibiendo una mayor tasa de expansión que entre enero y junio de 2015 (27% i.a.), con un desempeño similar al de algunos indicadores del consumo pri-

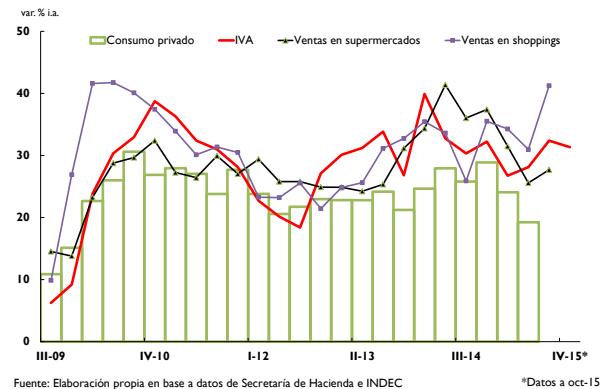
Gráfico 6.6
Impuesto a las Ganancias y PIB nominal



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

*Datos a oct-15

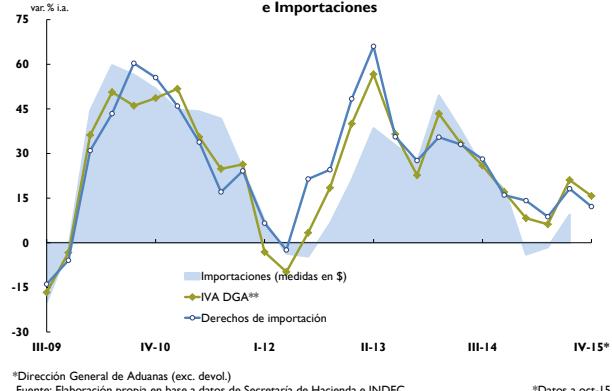
Gráfico 6.7
Recaudación de IVA y Consumo Privado



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

*Datos a oct-15

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



*Dirección General de Aduanas (exc. devol.)

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

*Datos a oct-15

⁴⁵ En el comienzo del tercer trimestre, los datos disponibles dieron cuenta de que el FGS-ANSeS había computado rentas de la propiedad por cerca de \$4.300 millones, unos \$3.500 millones por encima de lo registrado en igual período de 2014 y que el BCRA giró \$8.700 millones al TN, \$700 millones más que en julio de 2014.

vado nominal (ver gráfico 6.7). Esta evolución se mantuvo a inicios del último trimestre del año.

La recaudación asociada a las importaciones (el IVA recaudado por la Dirección General de Aduanas —DGA— y los derechos de importación) mostró una recuperación de su tasa de aumento interanual respecto del comportamiento observado durante el primer semestre, en línea con la evolución del monto de las compras externas expresado en moneda nacional (ver gráfico 6.8 y sección 5).

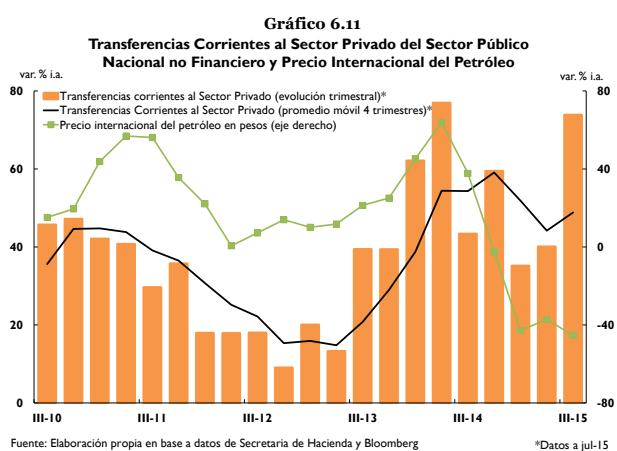
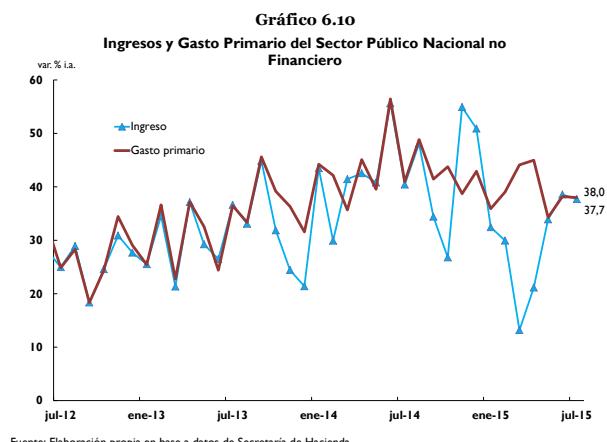
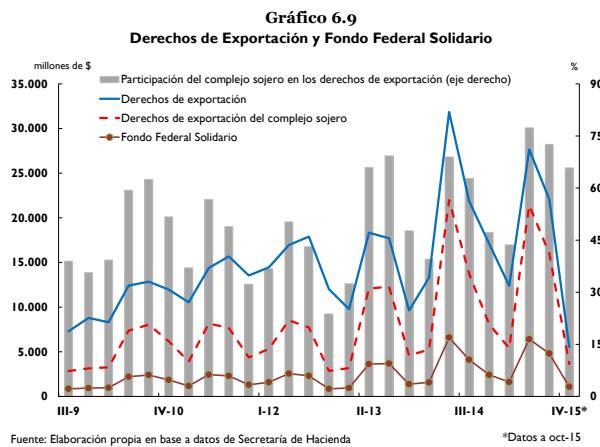
Por su parte, tras caer 11% i.a. entre enero y junio, los derechos de exportación exhibieron un leve aumento (1% i.a.) durante el tercer trimestre del año, a pesar del impacto de los menores precios internacionales de las materias primas (particularmente de la soja y del petróleo; ver gráfico 6.9 y sección 7). Además, incidieron sobre estos tributos la depreciación más acotada del tipo de cambio y las modificaciones normativas que redujeron desde inicios de 2015 la alícuota sobre las ventas externas de petróleo crudo desde 14,3% hasta 1%. En octubre, estos ingresos se contrajeron 25% i.a.

Los ingresos del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) crecieron 38% i.a. durante julio —última información disponible—, por encima del incremento de la recaudación tributaria nacional en ese período. Este desempeño obedeció al cómputo de las rentas de la propiedad asociadas principalmente a las rentas del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la Administración Nacional de la Seguridad Social (FGS-ANSeS) y al giro de las utilidades del BCRA al Tesoro Nacional (TN)⁴⁵.

A principios de noviembre se promulgó la Ley de Presupuesto Nacional 2016 N°27198. Allí las proyecciones contemplan una suba de 26% de la recaudación tributaria nacional para el año próximo y de 21,4% de los recursos del SPNF.

6.2 Gasto y Resultados

Los gastos primarios del SPNF continuaron creciendo en julio, al expandirse 38% i.a., en línea con el incremento de los ingresos (ver gráfico 6.10). Las transferencias corrientes al sector privado (que incluyen las asignaciones familiares y los subsidios), las prestaciones previsionales y las remuneraciones



a los empleados públicos dieron nuevamente cuenta de la mayor parte del alza interanual de las erogaciones primarias, mientras que el gasto de capital desaceleró su tasa de incremento (ver gráfico 6.2).

Los giros corrientes al sector privado aceleraron su ritmo de aumento hasta 74% i.a. en julio —influido por la baja base de comparación— luego de haber registrado una suba de 38% i.a. en los primeros seis meses de 2015 (ver gráfico 6.11). El alza continuó respondiendo fundamentalmente a los subsidios al consumo de servicios públicos y al incremento de las erogaciones de carácter social⁴⁶. Los subsidios se concentraron en aquellos destinados al consumo de energía —los cuales se vieron influenciados por los menores precios internacionales de los hidrocarburos— y, en menor proporción, al transporte público de pasajeros. Por su parte, a partir del séptimo mes del año incidió el aumento de hasta 30% de las asignaciones familiares⁴⁷, lo que implicó que el monto del beneficio máximo por hijo se elevara hasta \$837 mensuales, al tiempo que se actualizaron los rangos de ingresos que permiten acceder al beneficio a los asalariados del sector formal de la economía.

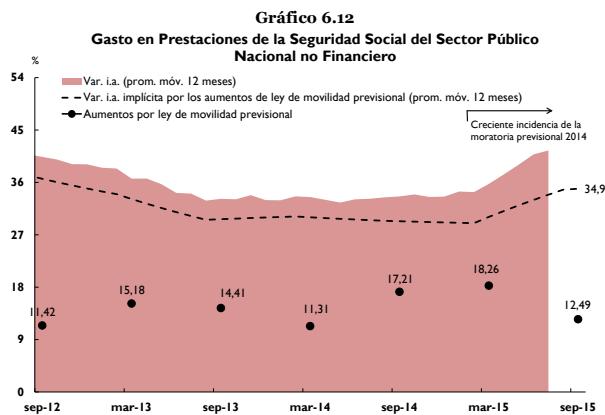
Los pagos previsionales aumentaron 45% i.a. en julio de 2015, tasa similar a la observada durante el primer semestre y superior al alza aplicada en los montos de los haberes⁴⁸ (ver gráfico 6.12). Este desempeño siguió viéndose influido por la mayor cantidad de beneficiarios de la moratoria previsional de 2014 (a la cual se acogieron más de 627.000 beneficiarios). Cabe agregar que desde septiembre comenzará a incidir el nuevo ajuste de 12,49% en los montos de los beneficios. Teniendo en cuenta la fuerte adhesión a la segunda etapa del plan de inclusión previsional y el ajuste en los haberes a partir de septiembre de 2015, se prevé que estas erogaciones sostengan un elevado ritmo de suba en lo que resta de 2015.

En el comienzo del tercer trimestre de 2015 las erogaciones de capital desaceleraron fuertemente su ritmo de crecimiento interanual, al aumentar sólo 5%, habiendo acumulado una expansión de 55% i.a. entre enero y junio. En el séptimo mes del año se

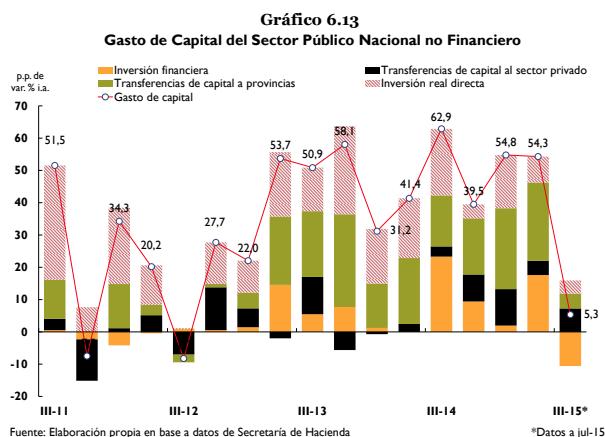
⁴⁶ Contempla las coberturas asistenciales brindadas por el PAMI y las asignaciones familiares (incluyendo la Asignación Universal por Hijo para Protección Social —AUH—). Además, incluye la ejecución del Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROGRESAR).

⁴⁷ En adelante se espera que incida sobre el desempeño de las transferencias al sector privado el ajuste del monto a través de la ley de movilidad de las asignaciones familiares (Ley N°27160), que aplicará a partir de marzo de 2016 el mismo porcentaje de suba semestral que se utiliza para la actualización de los montos de las jubilaciones y pensiones del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA).

⁴⁸ En el marco de la ley de movilidad previsional, los jubilados y pensionados percibieron una suba de los montos de los haberes a partir de marzo de 2015 de 18,26% y de 12,49% desde septiembre.



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



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

registró una pronunciada merma de la inversión financiera (-97% i.a.), al tiempo que las transferencias de capital se incrementaron cerca de 23% i.a. a pesar del dinamismo de los giros de capital al sector privado (65% i.a.). En tanto, la inversión real directa también registró un crecimiento acotado, de 11% i.a. (ver gráfico 6.13).

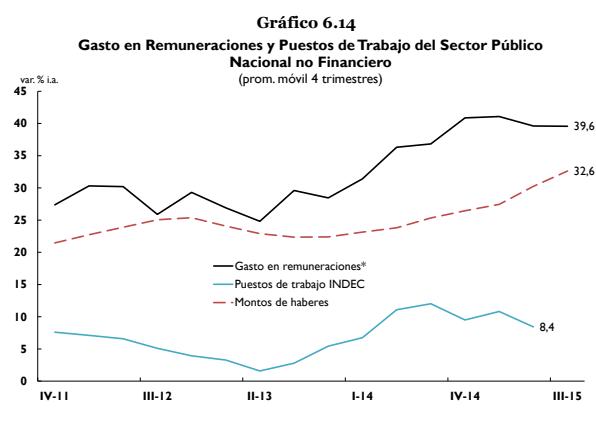
El gasto en remuneraciones a los empleados del SPNF se elevó 42% i.a. en julio, superando la suba registrada entre enero y junio. El alza se debió tanto a los aumentos salariales otorgados⁴⁹, como al incremento del empleo público (ver gráfico 6.14).

Como consecuencia de la evolución del total de los ingresos y del gasto primario se verificó un aumento del déficit primario, el cual representó cerca de 1,7% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses a julio de 2015. El déficit financiero del SPNF alcanzó cerca del 3,6% del Producto en igual período (ver gráfico 6.15).

6.3 Deuda Pública Nacional y Financiamiento

Durante el tercer trimestre de 2015 el TN siguió afrontando sus necesidades de financiamiento con fuentes provenientes del resto del sector público⁵⁰ y con diversas colocaciones de instrumentos en el mercado que continuaron incrementando su incidencia como fuente de financiamiento.

Entre julio y agosto pasado el TN efectuó cinco licitaciones de títulos públicos en el mercado local por Valor Nominal Original (VNO) cercano a los \$36.100 millones, sumando las colocaciones en moneda nacional e instrumentos vinculados al dólar. Además, a principios de octubre se licitó el Bono de la Nación Argentina en pesos *Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate* (BADLAR) privada + 300 puntos básicos —p.b.— (BONAR B+300 2017) por \$8.300 millones. Este último instrumento paga intereses de acuerdo a la tasa BADLAR más 300 puntos básicos. A su vez se continuó emitiendo instrumentos vinculados al dólar (BONAD junio 2017) por un total de cerca de VNO \$3.600 millones en lo que va del último trimestre de 2015.

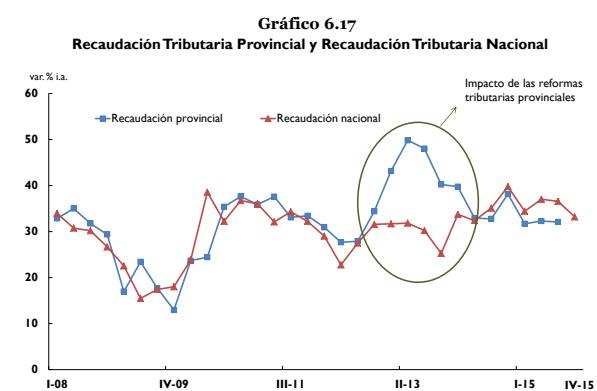
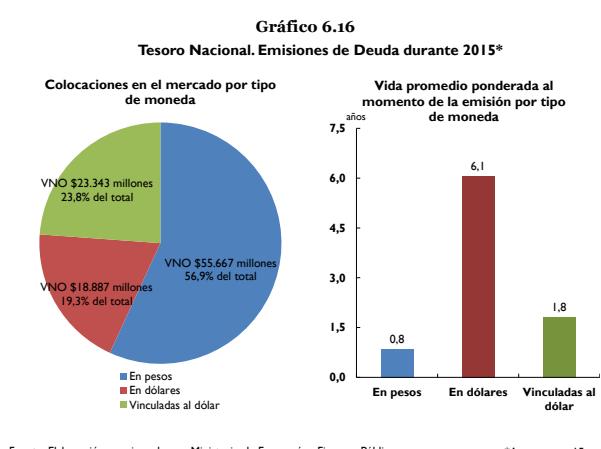
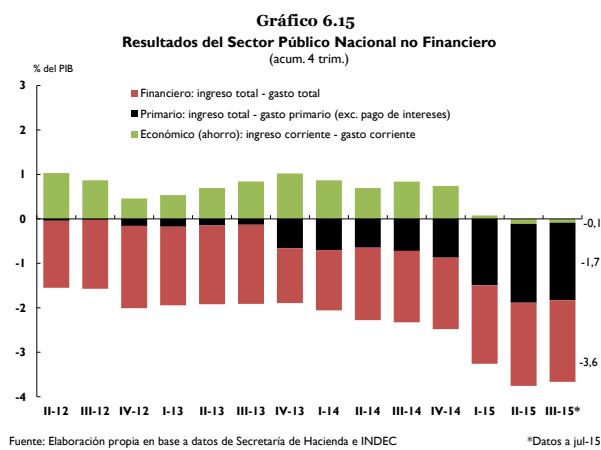


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas e INDEC

*Datos a jul-15

⁴⁹ Para 2015 el acuerdo paritario consistió en un aumento de 27,4% que se efectivizó en dos partes: 17,4% a partir de junio y 10% desde agosto, éste último sobre el sueldo de mayo de 2015.

⁵⁰ Entre julio y septiembre el financiamiento neto a través de Adelantos Transitorios (AT) del BCRA totalizó \$20.000 millones (\$40.900 millones en lo que va del año). Adicionalmente, la integración de reservas internacionales de libre disponibilidad para pagos de servicios de deuda en tenencia de acreedores privados —Fondo de Desendeudamiento Argentino (FONDEA)— sumó aproximadamente US\$8.685 millones en el tercer trimestre (US\$10.640 millones en lo que va del año). Además, el TN continuó obteniendo financiamiento neto de otras agencias del sector público.



En el acumulado de 2015, las licitaciones de títulos totalizaron un valor en torno a los \$100.000 millones. La vida promedio ponderada al momento de la emisión de los títulos en moneda extranjera fue de algo más de 6 años, la de los títulos vinculados al dólar ascendió a 1,8 años y la de los emitidos en moneda local resultó inferior al año (ver gráfico 6.16).

6.4 Finanzas Públicas Subnacionales

Durante el tercer trimestre de 2015, los recursos tributarios propios de los distritos subnacionales —con información parcial— registraron un ritmo de expansión similar al exhibido durante la primera mitad de 2015, al elevarse levemente por encima de 30% i.a., en línea con el comportamiento de la recaudación tributaria nacional (ver gráfico 6.17).

Los recursos totales de origen nacional transferidos a los distritos mantuvieron un significativo dinamismo en el comienzo del tercer trimestre al crecer 33% i.a. Esta evolución se dio a pesar de la fuerte ralentización de las transferencias presupuestarias en julio (11% i.a.), en un contexto en el que los recursos tributarios de origen nacional girados automáticamente a las provincias continuaron mostrando un alto dinamismo (38% i.a. en el tercer trimestre y 34% i.a. en octubre), en línea con la evolución de la recaudación nacional del IVA y del impuesto a las ganancias.

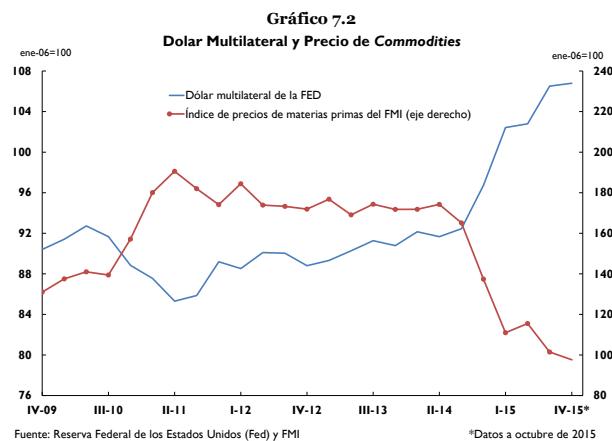
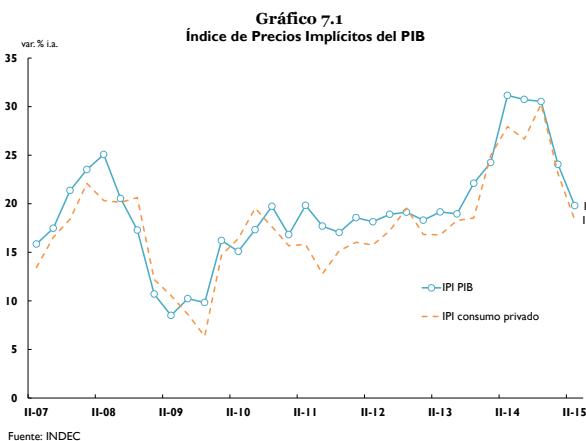
7 Precios

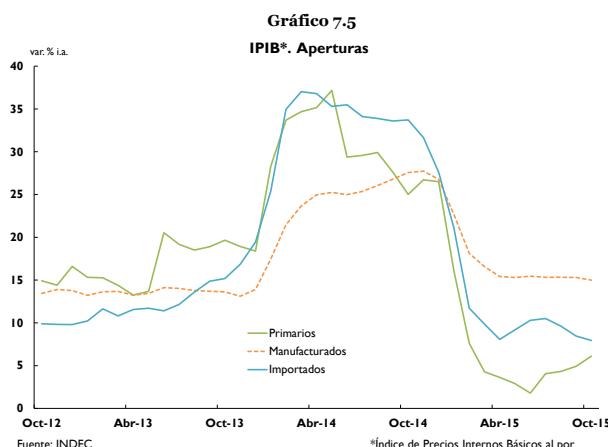
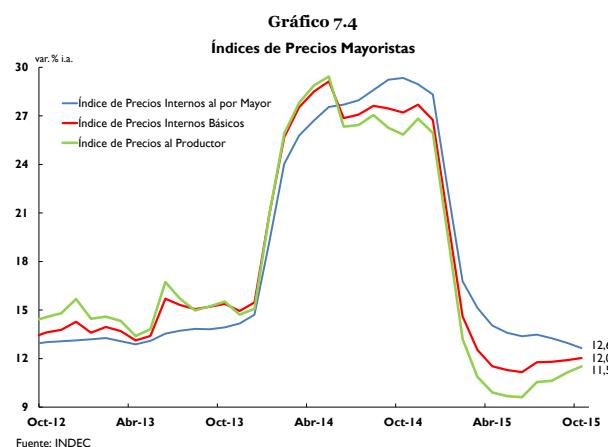
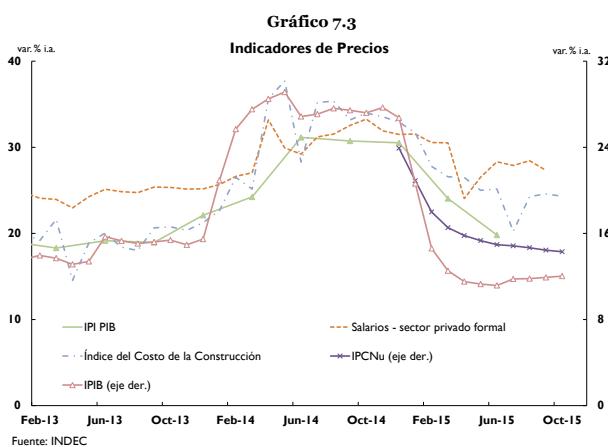
En el segundo trimestre del año, al nivel más agregado de la economía, el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB se elevó 19,8% interanual (i.a.), moderándose respecto del trimestre previo. Este comportamiento respondió a una menor tasa de crecimiento de los precios implícitos del consumo privado y de la inversión y a una caída de los precios implícitos de las exportaciones superior a la de las importaciones. Por el lado de la oferta, con excepción de transporte y comunicaciones, el resto de los sectores registró un menor aumento de los precios implícitos.

De acuerdo a los diversos indicadores de precios (mayoristas y minoristas) disponibles, en lo que va del segundo semestre la tasa de inflación se mantuvo sin mayores cambios y con alto grado de correlación entre todos los indicadores. Puntualmente, en lo que refiere a los precios al consumidor, esta dinámica se observó tanto a nivel nacional como subnacional. El alza de los precios minoristas respondió fundamentalmente a lo sucedido con alimentos y bebidas y transporte y comunicaciones, en consonancia con sus elevadas participaciones en las canastas de consumo de los hogares.

Los salarios se incrementaron en torno a 30% entre julio y septiembre respecto de igual período del año previo. Así, tras la desaceleración registrada en la primera parte del año, los salarios de la economía evidenciaron cierta estabilización de su ritmo de crecimiento, en línea con el alza pautada en la mayoría de las negociaciones salariales. En lo que va del año el nivel general aumentó 24,5%, con alzas acumuladas de 29,3% en los salarios del sector público y de 22,7% en las remuneraciones de los trabajadores privados registrados.

Los precios internacionales de las materias primas continuaron disminuyendo, frente a una apreciación generalizada del dólar estadounidense y la abundante oferta de estos bienes, con niveles récord de producción e inventarios. Sobre los productos industriales también presionó la débil demanda asociada al desempeño económico global. Durante el tercer trimestre se verificaron descensos en todos los índices de precios de las principales materias primas, especialmente en las industriales con foco en el petróleo, tras el acuerdo sobre el desarme nuclear de Irán que llevaría a la eliminación gradual de las sanciones comerciales que habían limitado su comercio internacional, en particular las exportaciones de crudo.





7.1 Precios Implícitos del Producto

Analizando los precios al nivel más agregado de la economía, durante el segundo trimestre de 2015 el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB⁵¹ continuó exhibiendo una desaceleración en su ritmo de crecimiento interanual (ver gráfico 7.1).

Por el lado de la demanda, este comportamiento respondió a una menor tasa de crecimiento de los precios implícitos del consumo privado, de la inversión y a una caída de los precios implícitos de las exportaciones superior a la de las importaciones. En cuanto a la desagregación por oferta, la desaceleración fue generalizada, con excepción de transporte y comunicaciones que ganó dinamismo.

En lo que va del segundo semestre la tasa de inflación se mantuvo sin mayores cambios y con alto grado de correlación entre todos los indicadores de precios disponibles para ese período (ver gráfico 7.3).

7.2 Precios Mayoristas

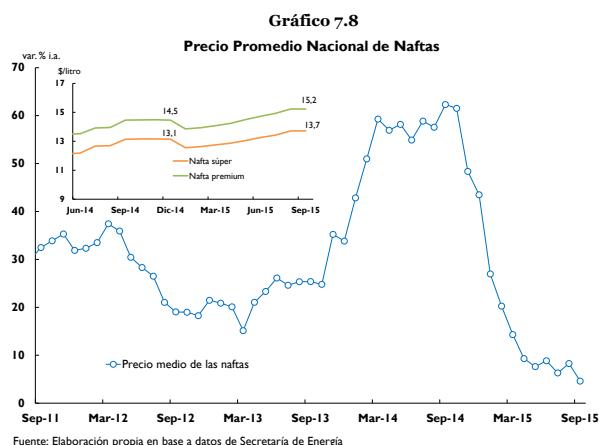
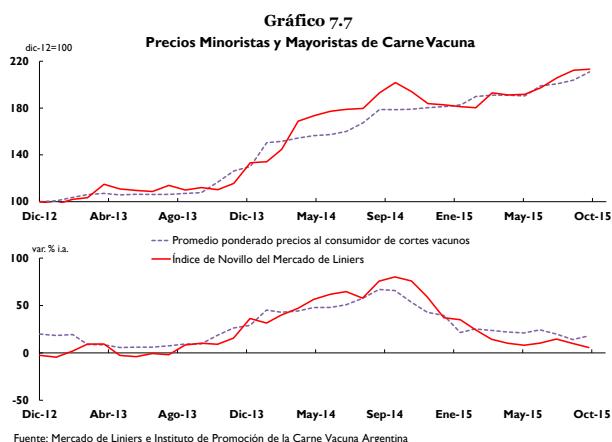
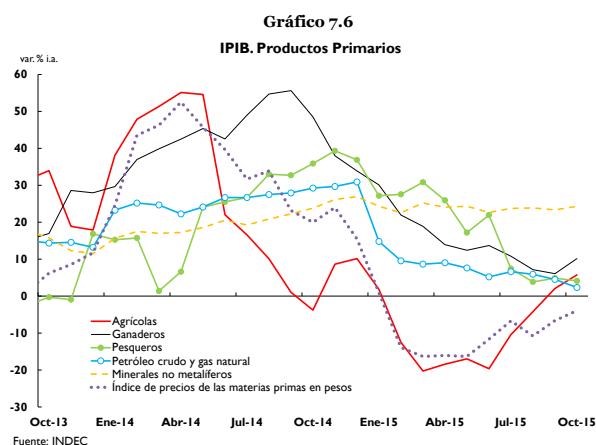
En lo que va del segundo semestre los precios mayoristas, al igual que otros indicadores de precios exhibieron una estabilización de su tasa de crecimiento interanual, tras la desaceleración observada a inicios de año (ver gráfico 7.4).

A nivel desagregado todos los componentes mostraron en los meses recientes cierta estabilidad en su ritmo de incremento interanual. En particular, los productos manufacturados fueron los que mantuvieron la mayor suba, incluso superior a la observada a fines de 2013 e inicios de 2014. Por su parte, los bienes importados desaceleraron su tasa de aumento interanual, tendencia sobre la que incidió la menor depreciación del tipo de cambio nominal. Por último, los productos primarios mostraron un mayor dinamismo, influidos por la evolución de los precios internos de los productos agrícolas y de las carnes (ver gráficos 7.5 y 7.6).

7.3 Precios Minoristas

Los índices de precios minoristas disponibles presentaron tendencias similares entre sí y con otros indicadores de precios de la economía. Entre julio y octubre aumentaron a tasas mensuales prácticamente cons-

⁵¹ El deflactor del PIB es un índice tipo Paasche (de cantidades móviles), mientras que los índices que miden precios mayoristas, minoristas y los costos de la construcción son de tipo Laspheyre (de cantidades fijas).



tantes, dando lugar a cierta estabilización en la tasa de inflación interanual.

Analizando en forma separada el comportamiento de los bienes y de los servicios, ambos componentes mantuvieron en el margen tasas de suba similares a las de los meses previos y próximas entre sí, después de la fuerte desaceleración registrada en la primera parte del año.

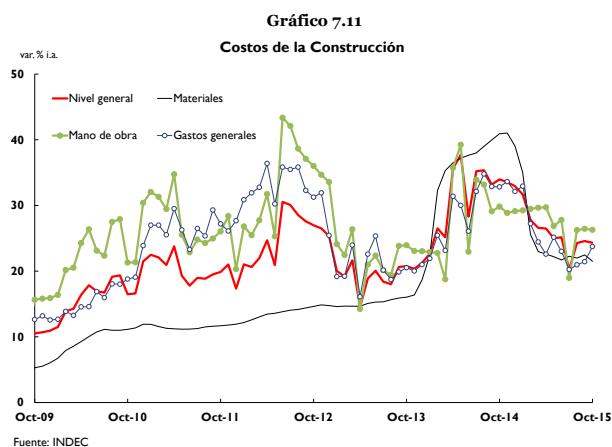
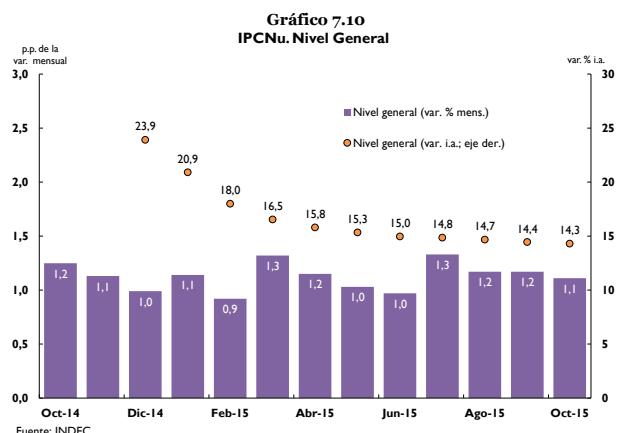
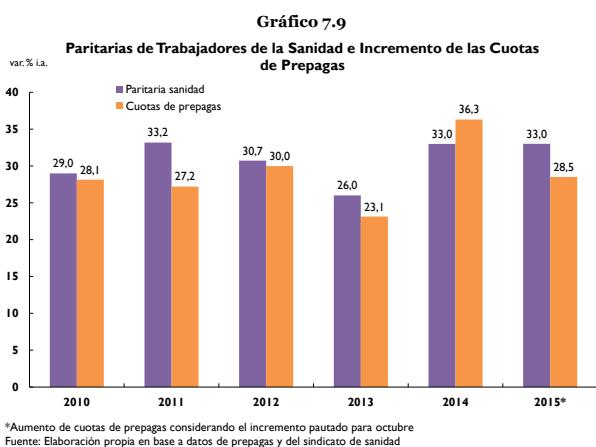
A nivel de subíndices, en lo que va de la segunda parte del año los estacionales fueron los que verificaron un comportamiento más dinámico, sobre los que influyeron el ingreso de las prendas de vestir de la nueva colección y los mayores valores de frutas y verduras. En tanto, los precios de los bienes y servicios regulados exhibieron una marcada desaceleración hasta agosto, para luego estabilizarse en el margen en ausencia de nuevos ajustes en las tarifas de los servicios públicos. Finalmente, los precios del resto de los bienes y servicios, que representan aproximadamente el 70% de la canasta de consumo de los hogares, verificaron un ritmo de incremento interanual ligeramente superior al del nivel general.

A partir del análisis por divisiones, alimentos y bebidas fue el componente con mayor incidencia en la suba de los precios minoristas, tanto en la comparación trimestral como interanual, dada su importancia en la canasta de consumo de los hogares.

Al interior de los alimentos y bebidas los desempeños más dinámicos los registraron las carnes, los lácteos, las verduras y los panificados. Puntualmente en el caso de la carne, los precios al consumidor reflejaron los aumentos a nivel mayorista que respondieron básicamente a la restricción de oferta por las inundaciones y por el paro de los trabajadores del SENASA⁵². No obstante, en la comparación con igual período del año previo, se observó una marcada desaceleración en el ritmo de crecimiento de los precios de la carne (ver gráfico 7.7).

A continuación se ubicó el rubro transporte y comunicaciones, destacándose los mayores valores de los bienes y servicios asociados al mantenimiento y funcionamiento de automotores y de la telefonía. Dentro de los primeros, las naftas estabilizaron su tasa de incremento interanual en valores próximos al 5%, comportamiento sobre el que incidió, en parte, la reducción a inicios de año de la alícuota que las grava y los

⁵² El paro se extendió durante gran parte de la primera quincena de julio.



menores precios internacionales del crudo⁵³ (ver gráfico 7.8).

Esparcimiento reflejó los aumentos en turismo y en los servicios recreativos. Vivienda dio cuenta, entre otros, del segundo tramo de la paritaria de los encargados de propiedad horizontal y los mayores valores de los alquileres. Por otra parte, en salud incidieron los dos ajustes autorizados para la medicina prepaga que totalizan, con los ya otorgados, un aumento en lo que va del año de 28,5%⁵⁴, a lo que se sumó la aprobación gubernamental para incrementar el valor de venta al público de los medicamentos (ver gráfico 7.9).

El resto de las divisiones también tuvieron incrementos de precios, aunque con un impacto relativo menor. A nivel desagregado se destacaron el segundo tramo de aumento en los servicios educativos en agosto, los mayores valores de las prendas de vestir por el ingreso de la colección “primavera-verano” y el incremento autorizado en los cigarrillos (9%; 31% acumulado en el año), estos dos últimos concentrados en el mes de septiembre.

En particular, el Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNu), que mide la inflación de los principales aglomerados urbanos del país, mantuvo una tasa de incremento del orden del 15% interanual (i.a.) durante el segundo semestre del año (ver gráfico 7.10).

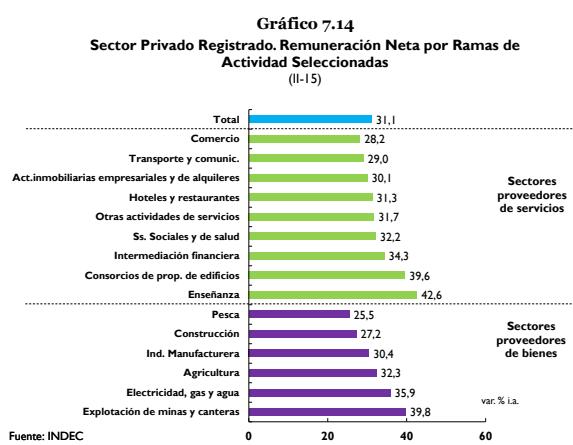
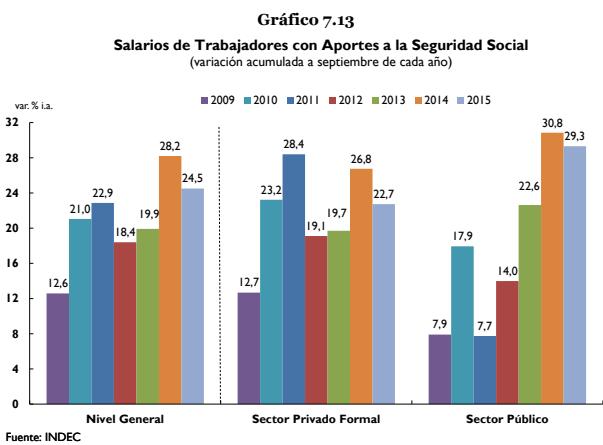
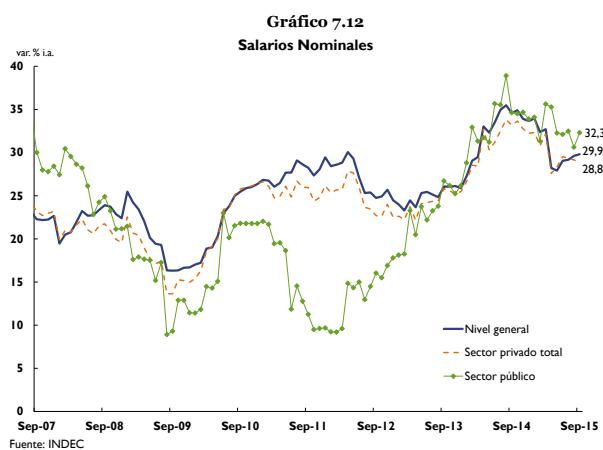
En octubre se anunció la octava etapa del programa “Precios Cuidados”, que estará vigente durante el último cuarto del año. El incremento medio de precios será de 2,5%, acumulando una variación de 11,9% en el año y de 25,2% desde la puesta en marcha del programa (a inicios de 2014). Con la actualización, la canasta pasará a contar con 512 bienes, guarismo considerablemente superior a los 198 productos originales.

7.4 Costo de la Construcción

El Índice del Costo de la Construcción no fue ajeno a la dinámica del resto de los precios y alcanzó en el margen una suba próxima al 25% i.a. (ver gráfico 7.11).

⁵³ En enero entró en vigencia el decreto N° 2579/14 que redujo la alícuota que grava las naftas. Como consecuencia del decreto se registró una caída de 5% en el precio minorista de los combustibles en dicho mes.

⁵⁴ Se autorizó un aumento de 7% a partir del mes de agosto que complementó las subas de 4% y 6% aprobadas para marzo y junio. A partir de octubre se autorizó un alza adicional de 9%.



El costo de la mano de obra fue el componente que más aportó a la expansión del nivel general. Este desempeño estuvo asociado a la liquidación del segundo tramo de la paritaria de los trabajadores del sector, que una vez integrado llevó el alza anual a 26,4%⁵⁵. Los precios de los materiales mantuvieron en los períodos recientes un ritmo de incremento anual cercano al 22%, tasa similar a la observada con anterioridad a la aceleración de inicios de 2014. Finalmente, los gastos generales exhibieron un mayor dinamismo en el margen, hasta alcanzar un ritmo de suba cercano al del nivel general.

7.5 Salarios

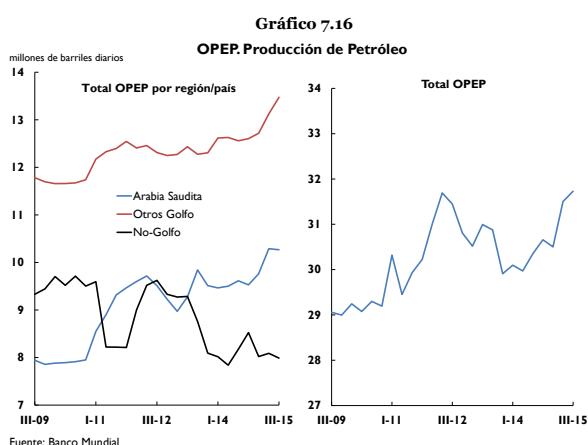
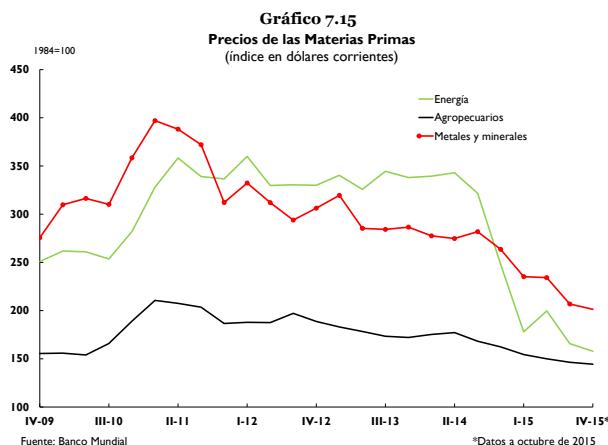
Según el índice de salarios del INDEC, a fines del tercer trimestre los salarios se ubicaron 30% por sobre los valores de un año atrás (ver gráfico 7.12). La desaceleración registrada durante la primera parte del año respondió a cierto retraso en el cierre de las negociaciones respecto a lo ocurrido en 2014. Dado que en el tercer trimestre prácticamente se integró la totalidad de los acuerdos salariales, se observó cierta recuperación en la tasa de suba interanual hasta ubicarse en valores próximos a los negociados por los sindicatos.

A septiembre, el nivel general de salarios se elevó 24,5% respecto a diciembre de 2014, con alzas acumuladas de 29,3% en los salarios del sector público y de 22,7% en las remuneraciones de los trabajadores registrados del sector privado (ver gráfico 7.13).

A nivel sectorial, con información al segundo trimestre de 2015 relativa al empleo privado registrado, las ramas proveedoras de servicios registraron las mayores subas, destacándose aquellos vinculados a la enseñanza, los consorcios de propietarios, la intermediación financiera y los servicios sociales y de salud. Por el lado de la producción de bienes, en tanto, sobresalieron los sectores de explotación de minas y canteras, de electricidad, agua y gas y de agricultura (ver gráfico 7.14).

⁵⁵ El gremio acordó un incremento de 27,4% pagadero en 2 tramos: uno retroactivo a abril de 17,4% y 10% adicional en agosto (calculado sobre el salario de marzo).

7.6 Precios Internacionales de las Materias Primas⁵⁶



El índice de las cotizaciones internacionales de las materias primas que calcula el Fondo Monetario Internacional (FMI) continuó disminuyendo en el tercer trimestre, acumulando una baja de 21% durante los primeros nueve meses de 2015 (-35% i.a. en septiembre). Se verificaron descensos en todos los subíndices, especialmente en los relacionados a las materias primas industriales. En efecto, los productos energéticos cayeron 17,0% en el tercer trimestre respecto al período anterior, seguido por el agrupado de metales y minerales (-11,7%) y los agropecuarios, con una caída de 2,4% en igual lapso (ver gráfico 7.15).

En general, siguió prevaleciendo un contexto de sobreoferta con una alta volatilidad en los precios, reflejo de la incertidumbre respecto al crecimiento futuro de la economía global, en especial de China, y de las divergencias en el accionar de los principales bancos centrales. Esto último sostuvo al dólar estadounidense apreciado en relación a la generalidad de las monedas (el dólar multilateral se revaluó 4,5% en el tercer trimestre de 2015; ver gráfico 7.2). En tanto, la financiarización (posiciones especulativas y de arbitraje en los mercados de activos financieros) asociada a estos bienes exacerbó los movimientos.

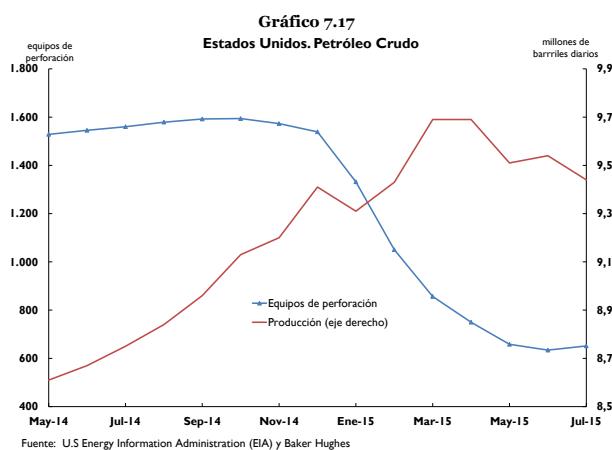
Tras un primer semestre donde los precios internacionales de referencia del petróleo (Brent, *West Texas Intermediate* —WTI— y Dubai) acumularon una leve recuperación (1% en promedio), en el tercer trimestre las cotizaciones del crudo volvieron a disminuir (-19,3% en promedio respecto al período anterior), debido fundamentalmente a la persistencia del escenario de exceso de oferta, que contempla entre otros factores, las perspectivas de mayores exportaciones iraníes a partir de 2016, tras el reciente acuerdo nuclear con Irán⁵⁷.

Si bien el consumo mundial de petróleo aumentó, especialmente en los Estados Unidos y China⁵⁸, debido, en parte, a la baja del precio del crudo, y el crecimiento de la producción global de este bien se desaceleró, la oferta mundial continuó superando a la demanda. Este superávit se tradujo en un creci-

⁵⁶ Para mayor información remitirse al informe **Panorama Global de Commodities** del BCRA.

⁵⁷ El acuerdo fue alcanzado el 14 de julio de 2015, entre los 5 miembros del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas (Estados Unidos, Francia, China, Rusia y Reino Unido) más Alemania (P5+1) con Irán.

⁵⁸ Según el Banco Mundial, China realizó importaciones de crudo por encima de sus necesidades de consumo, que probablemente han sido destinadas al crecimiento de sus reservas estratégicas.



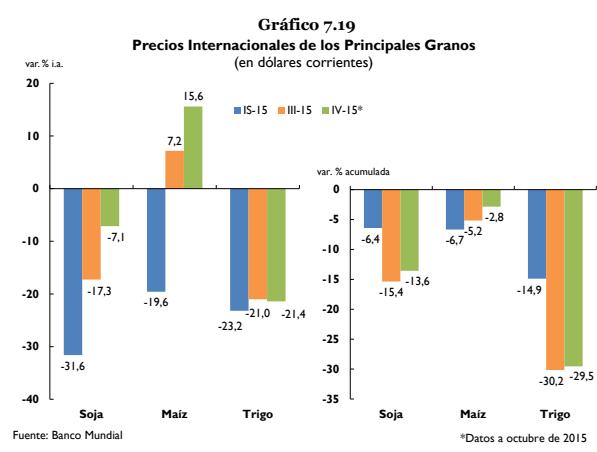
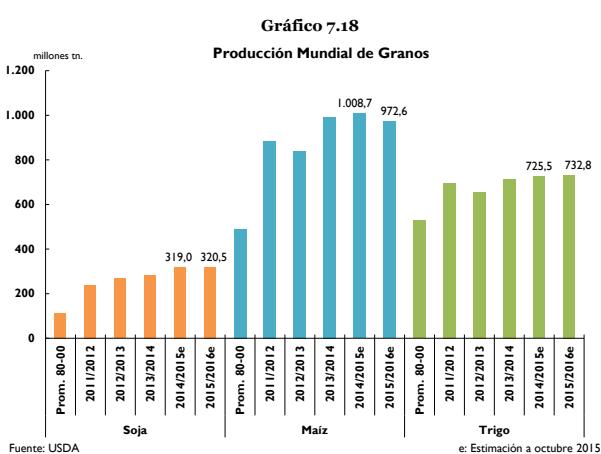
miento de los ya elevados niveles de inventarios, especialmente en los Estados Unidos, cuyas existencias se encuentran muy por encima del promedio de los últimos 5 años.

En el tercer trimestre, la producción de la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP) se mantuvo estable, pero resultó 1,1 millones de barriles diarios (mbd) superior que la del mismo trimestre de un año atrás, ubicándose por encima de la meta de producción de la organización de 30 mbd (ver gráfico 7.16).

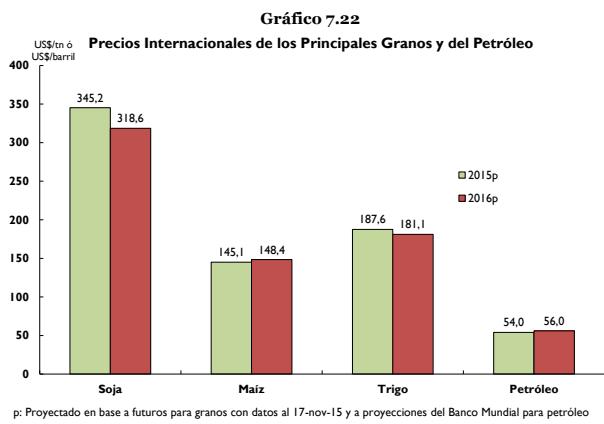
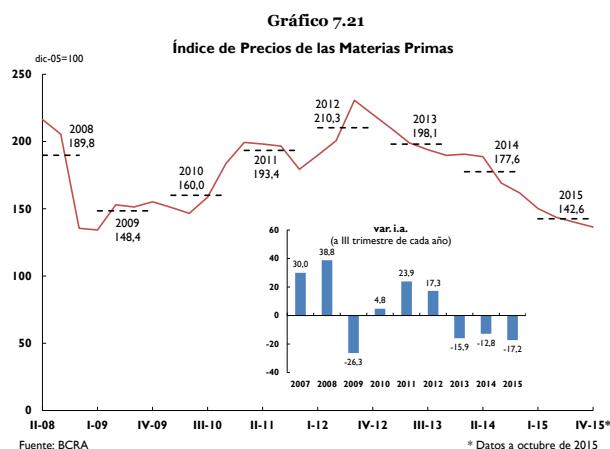
En los Estados Unidos, la producción de crudo siguió cayendo, producto del brusco descenso de la actividad de perforación, no obstante se encuentra 0,33 mbd por encima de igual trimestre de 2014 (ver gráfico 7.17). En tanto, otras regiones continuaron aportando positivamente al crecimiento, debido principalmente a la recuperación de la producción del Mar del Norte.

Por su parte, respecto al impacto que tendría el reciente acuerdo nuclear de Irán sobre el mercado de crudo, si bien se espera que su implementación se efectivice recién a lo largo de 2016⁵⁹, según estimaciones del Banco Mundial, este país dispondría de un stock de 40 millones de barriles que podría ofrecer en forma inmediata, una vez que las sanciones se levanten, y en un corto plazo podría elevar su producción entre 0,5 y 0,7 mbd, hasta el nivel de producción previo a las sanciones (3,6 mbd). A más largo plazo, podría incluso registrar incrementos sustanciales de producción dado que dispone de más del 9% de las reservas mundiales. El impacto de estas exportaciones podría ser significativo en el actual escenario de abundancia global y de disputa por cuotas de mercado. De todos modos, persiste la incertidumbre respecto al ritmo al cual Irán puede reactivar sus plataformas fuera de funcionamiento y de la capacidad de conseguir nuevos mercados, una vez que se levanten las sanciones.

En cuanto a los productos agrícolas, las condiciones climáticas mayormente favorables en las regiones de Norteamérica, de Europa y del Mar Negro permitieron el desarrollo normal de los trabajos de siembra y recolección de los principales granos. De esta manera, se reafirmaron las perspectivas de que se alcancen elevadas cosechas a nivel global durante el ciclo 2015/16 (ver gráfico 7.18). Esto, en conjunción con un marco de amplia competencia internacional con



⁵⁹ La Agencia Internacional de Energía Atómica deberá verificar el cumplimiento de las medidas acordadas.



elevados niveles de inventarios, provocó nuevos descensos de las cotizaciones. En el tercer trimestre, cayeron significativamente los valores del trigo (-21% i.a.), seguidos por los de la soja (-17% i.a.), en tanto el maíz se recuperó un 7% i.a. (ver gráfico 7.19).

Por su parte, en el tercer trimestre el descenso de los precios de los metales y minerales fue generalizado, producto de la elevada oferta que responde a la ampliación de la capacidad de producción a lo largo de los últimos años, incentivada por precios altos, a las grandes reservas que aún se conservan y a la debilidad de la demanda debido a la desaceleración económica de China —dado que esta economía representa actualmente alrededor del 50% de la demanda mundial— (ver gráfico 7.20). En el mismo sentido, operó la caída de los costos de producción, especialmente por menores precios de la energía y avances tecnológicos.

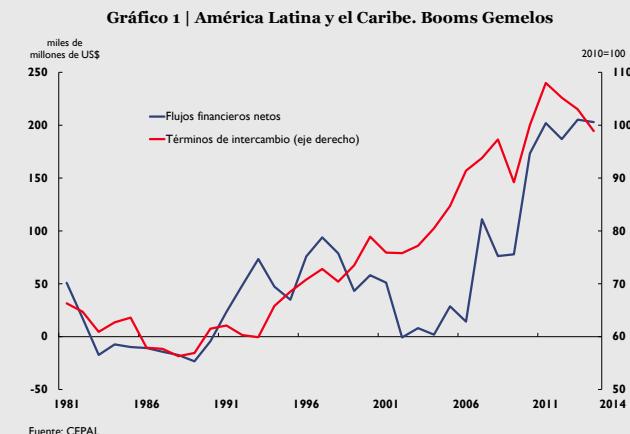
En este contexto, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA —que refleja la evolución ponderada de las cotizaciones de los productos primarios más relevantes en las exportaciones argentinas— acumuló en lo que va del segundo semestre del año una caída de 5% y exhibió una merma de 14,1% i.a. en octubre (ver gráfico 7.21).

Se espera que el escenario de abundante oferta global agrícola, energética y minera continúe ejerciendo cierta presión bajista sobre las cotizaciones de los principales productos primarios (ver gráfico 7.22). En igual sentido influiría, de materializarse las expectativas, una nueva apreciación del dólar estadounidense y, en el caso de las materias primas industriales, una mayor desaceleración de la economía global. Finalmente, factores como la financiarización, eventuales decisiones de los países exportadores de petróleo o conflictos geopolíticos, tenderían a aumentar la volatilidad de los precios de las materias primas. De esta manera, se estima un leve deterioro de los términos de intercambio en los países de América latina que se sumaría a un escenario de financiamiento externo menos favorable, lo que plantea nuevos desafíos para la región de cara al futuro (ver apartado 3).

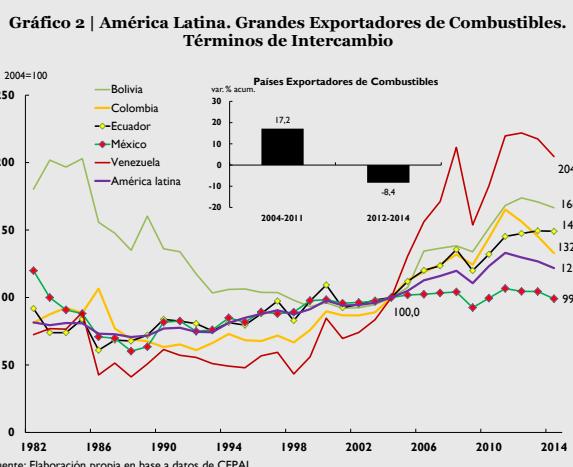
Apartado 3 / Evolución Reciente de los Términos de Intercambio de América Latina

Durante los últimos diez años las economías de América latina se beneficiaron de los elevados precios de las materias primas y del abundante financiamiento externo en condiciones favorables. Ese ciclo, interrumpido temporalmente por la profundización de la crisis financiera internacional — iniciada en 2008 y extendida durante 2009 —, parece haber quedado atrás. La desaceleración económica en los países emergentes, sumada a la apreciación generalizada del dólar estadounidense y a una marcada corrección a la baja de las cotizaciones de los bienes primarios han debilitado desde 2014 aún más a los flujos de comercio mundial, que ya exhibían un menor dinamismo respecto del período pre-crisis⁶⁰. Además, las perspectivas de que en el corto plazo se inicie el ciclo monetario contractivo en los Estados Unidos ya están afectando las condiciones del financiamiento externo. Dado un contexto de caída de los precios internacionales de los *commodities* tanto por la retracción de la demanda como por los elevados niveles de oferta, cobra relevancia para el diseño de políticas el análisis de la trayectoria en el corto plazo de los términos de intercambio de las economías de la región.

Desde mediados de la década anterior, la mayoría de las economías latinoamericanas se vieron favorecidas por una mejora sustancial de los términos de intercambio que, sumada a importantes entradas de capitales, les permitió superar, al menos temporalmente, los típicos problemas asociados a la restricción externa. El proceso mediante el cual estos países tenían fuertes ingresos de divisas, tanto por el balance comercial como por la cuenta financiera del balance de pagos, dio lugar a lo que en la literatura se denominó “booms gemelos”⁶¹ (ver gráfico 1).



Existen al menos dos vínculos entre la mejora de los términos de intercambio de una economía y los ingresos de capitales. Por un lado, un *shock* externo positivo sobre los precios externos mejora las condiciones de acceso a los mercados de crédito internacionales de una economía, al incrementarse el valor de su activo de garantía o *colateral*. A su vez, una caída de la tasa de interés internacional, provoca un redireccionamiento de los flujos de capitales hacia los mercados emergentes en búsqueda de mayores retornos, y al mismo tiempo una depreciación del dólar norteamericano, la cual presiona a la suba de las cotizaciones internacionales de las materias primas⁶².



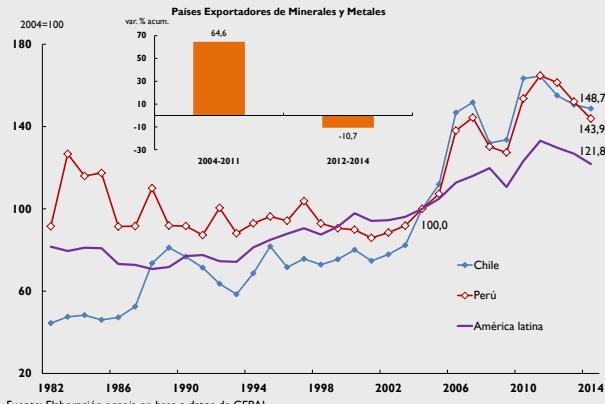
⁶⁰ Banco Interamericano de Desarrollo (BID) “La Recaída. América Latina y el Caribe frente al retroceso del comercio mundial”. Monitor de Comercio e Integración 2015”. Octubre de 2015.

⁶¹ Akyuz, Y. “Capital flows to developing countries in a historical perspective: will the current boom end with a bust?”, South Centre Research Paper, N° 37, Marzo de 2011.

⁶² Bastourre, D., Carrera, J., Ibarlucia, J., Sardi, M. “Common drivers in emerging market spreads and commodity prices”, Banco Central de la República Argentina, Working Paper N°57. Septiembre de 2012.

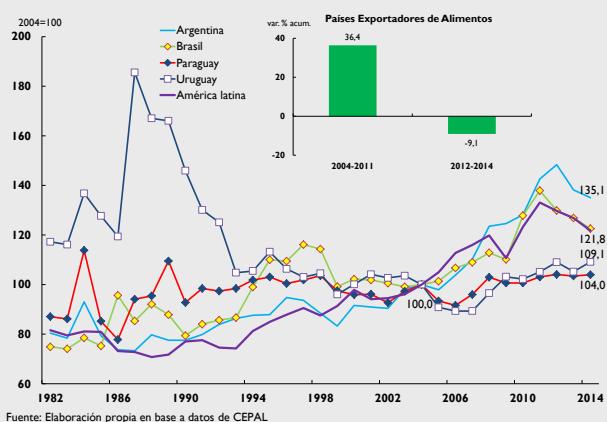
Cabe destacar que este panorama general no se replicó de forma homogénea al interior de la región. En particular, aquellos países cuya oferta exportable estuvo concentrada en la venta de materias primas energéticas y de minerales y metales, evidenciaron una suba en sus precios de exportación superior a la que experimentaron los países exportadores de alimentos, en línea con la trayectoria de los precios internacionales de estos *commodities* en los últimos años. México fue la excepción porque, a pesar de que en términos absolutos es un gran exportador de crudo, en la variación de los precios de sus exportaciones tuvo mayor incidencia el menor dinamismo de los valores de los bienes industriales, asociados en gran medida a las maquinarias, que tienen una elevada participación en sus ventas externas (ver gráfico 2).

Gráfico 3 | América Latina. Grandes Exportadores de Minerales y Metales. Términos de Intercambio



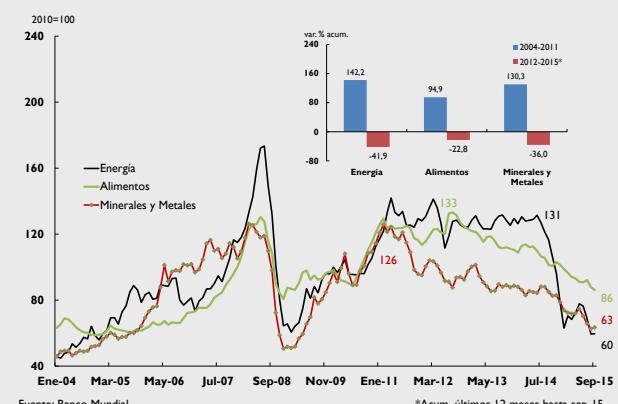
Estos mayores precios de exportación se reflejaron en mejoras en los términos de intercambio, con la excepción de Paraguay y Uruguay, debido a la canasta de sus compras externas. Los dos países sudamericanos son a la vez exportadores de alimentos e importadores netos de petróleo y sus derivados, por lo que las subas de precios tendieron a neutralizarse (ver gráficos 3 y 4).

Gráfico 4 | América Latina. Grandes Exportadores de Alimentos. Términos de Intercambio



Así como la suba generalizada desde mediados de la década anterior no fue uniforme, el deterioro reciente de los precios de exportación de las economías de la región tampoco lo fue. La caída más abrupta se dio en las cotizaciones de las materias primas energéticas, en particular del petróleo crudo en todas sus variedades, al registrar una merma de 44% en el segundo semestre de 2014. Si bien de forma más gradual, los precios de los metales y minerales también evidenciaron un retroceso considerable al disminuir a una tasa promedio de 10,5% en los últimos 4 años. Por su parte, las cotizaciones de los alimentos mostraron una caída menos pronunciada (ver gráfico 5).

Gráfico 5 | Precios Internacionales de Materias Primas



Hacia delante, las proyecciones de precios de los *commodities* de los analistas especializados sugieren un escenario de estabilidad, aunque en niveles inferiores a los vigentes años atrás. En efecto, según los últimos datos disponibles⁶³, el nivel del índice de precios global de las materias primas confeccionado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) se ubicaría en 2016 ligeramente por debajo del promedio del correspondiente a 2015, para luego recuperarse en forma paulatina en los próximos 5 años hasta alcanzar guarismos cercanos a los de 2009. En base a estas proyecciones es posible estimar índices de precios de exportación⁶⁴ para los países de América latina, agrupándolos según la importancia relativa en su oferta exportable de alimentos, combustibles y metales y minerales⁶⁵.

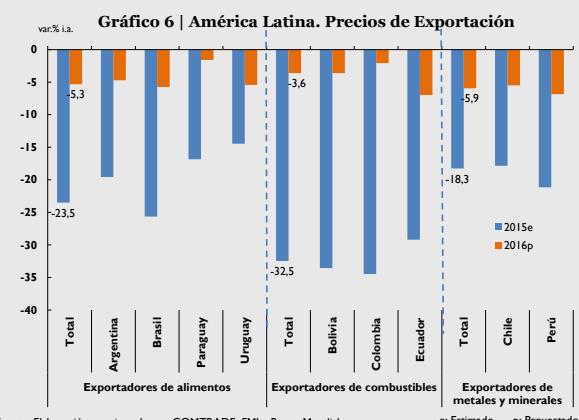
⁶³ Proyecciones a agosto de 2015.

⁶⁴ No fue posible estimar un indicador de términos del intercambio por la falta de proyecciones de los precios de los productos más representativos de la canasta de importaciones de los países latinoamericanos.

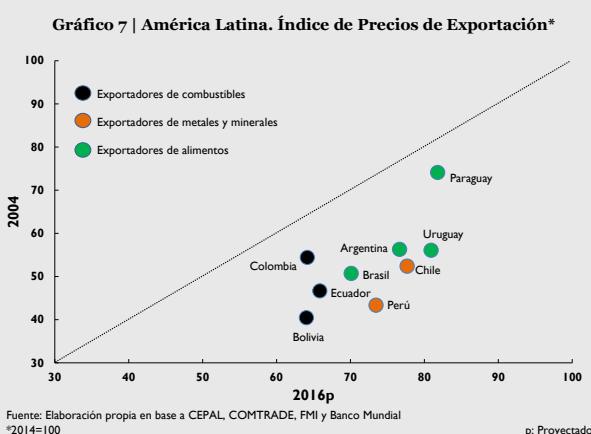
⁶⁵ Los índices se estimaron siguiendo la metodología del FMI, como un promedio ponderado de precios de los principales *commodities*. Las ponderaciones surgen de los datos de los valores exportados por cada país en 2014. Para los precios *spot* se utilizó como fuente el Banco Mundial y para las proyecciones se emplearon las elaboradas por el FMI. La muestra de países incluyó a Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay, como exporta-

Mientras que la disminución proyectada para este año de los precios de exportación de la región supera, en general, el 20% interanual (i.a.), se espera una desaceleración del ritmo de caída de las cotizaciones de estos productos para 2016, la cual se ubicaría en torno al 5% i.a., básicamente como consecuencia del efecto arrastre por las caídas de precios ya observadas en lo que va de 2015.

En términos desagregados cabe destacar que en 2016 los países exportadores de combustibles experimentarían la merma más acotada, en contraposición con lo sucedido a lo largo de este año (ver gráfico 6).



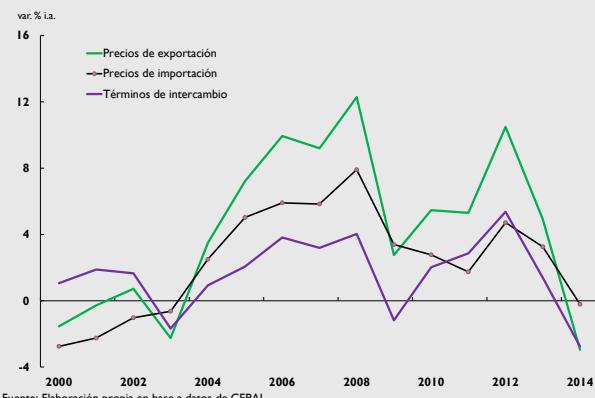
De todos modos, para el conjunto de la región los niveles de los precios proyectados para el próximo año se encontrarían por encima de los vigentes en el 2004 (ver gráfico 7).



dores principalmente de alimentos; Bolivia, Colombia y Ecuador, como exportadores principalmente de combustibles; y Chile y Perú, como exportadores mayormente de metales y minerales. En todos los casos los productos agrupados en estas categorías representaron más del 50% del total de las ventas externas de cada país en 2014.

Es de esperar que esta dinámica de los precios de las exportaciones se vea reflejada en la evolución futura de los términos de intercambio, dado que las cotizaciones de los bienes importados suelen ser menos volátiles (ver gráfico 8)

Gráfico 8 | América Latina. Precios de Comercio Exterior (prom. móv 3 años)



En resumen, la caída de los precios de exportaciones junto a costos de importaciones menos volátiles, en un contexto de bajo dinamismo global, indican que no habría que esperar una pronta recuperación de los términos de intercambio de los países latinoamericanos, aunque se mantienen en niveles relativamente elevados en términos históricos. Adicionalmente, la prevista suba de la tasa de interés en los Estados Unidos podría dar lugar a una nueva apreciación del dólar norteamericano, afectando el valor de las materias primas y con ello a los países exportadores netos de dichos productos. En este sentido, la mejora en el resultado comercial de la balanza de pagos de las economías de la región debería sustentarse en la capacidad de diversificar las ventas externas tanto por mercados como por sectores, procurando dotar de mayor valor agregado a los bienes exportados mediante la innovación y la incorporación de conocimiento a los procesos productivos, y reducir la dependencia de las importaciones de aquellos productos que no resulten indispensables para las cadenas productivas nacionales.

8 Mercados Financieros

Los mercados financieros siguieron registrando un comportamiento cambiante y una volatilidad creciente, como consecuencia de diferentes factores, que incluyeron la crisis en Grecia, la situación en China, dudas con respecto a la evolución de la economía mundial, los precios de las materias primas, expectativas de modificaciones en la tasa de interés por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos y en el programa de estímulos monetarios por parte del Banco Central Europeo y, en las últimas semanas, conflictos geopolíticos. En este marco, en el tercer trimestre del año se observó una caída en los índices bursátiles de economías desarrolladas y un fuerte aumento en su volatilidad esperada, al tiempo que la búsqueda de inversiones seguras llevó a que se verificasen contracciones en los rendimientos de la deuda de largo plazo de los Estados Unidos y Europa. Más recientemente, en octubre y noviembre, se produjo una mejora en los precios y un contexto de volatilidad esperada menos marcada, de forma tal que en lo que va del segundo semestre se acumulan resultados mixtos.

El escenario negativo del tercer trimestre impactó sobre los activos de economías emergentes, con caídas en los índices bursátiles, ampliación de *spreads* de deuda y depreciación de las monedas contra el dólar. Las fluctuaciones en las cotizaciones fueron más marcadas en el caso de América latina, debido a la situación brasileña, con cambios en la calificación de su deuda, dudas con respecto al desempeño económico y fiscal y tensión política. En este período se evidenció también una merma en las colocaciones de deuda de emergentes en los mercados internacionales (fundamentalmente de empresas, tras evidenciarse montos récord en 2014) y salidas desde fondos especializados en activos financieros de emergentes. En línea con la mejora observada a nivel global, en octubre y noviembre pasaba a observarse un comportamiento más positivo. Como resultado, en lo que va del segundo semestre se acumula una merma en los índices bursátiles de emergentes y una depreciación de las monedas contra el dólar, mientras que en el caso de los *spreads* de deuda soberana se verifica una contracción.

En lo que respecta a los instrumentos financieros argentinos (bonos y acciones) en general se observó una tendencia alcista en los precios, aunque la misma no fue sostenida en todo el período, llegando a verificarse episodios de importante volatilidad en las cotizaciones. En materia de financiamiento, los montos colocados de obligaciones negociables, fideicomisos financieros y cheques de pago diferido mostraron una merma trimestral en el período julio-septiembre, aunque esto se dio fundamentalmente debido a las operaciones de gran tamaño de YPF en meses anteriores. En términos interanuales, los flujos de financiamiento a través de los mercados de capitales evidenciaron una suba.

Gráfico 8.1
Volatilidades Esperadas Según Instrumento

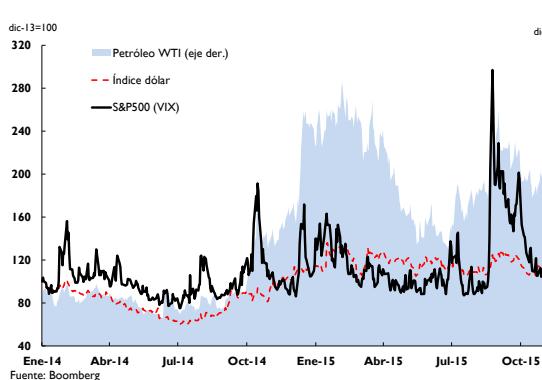
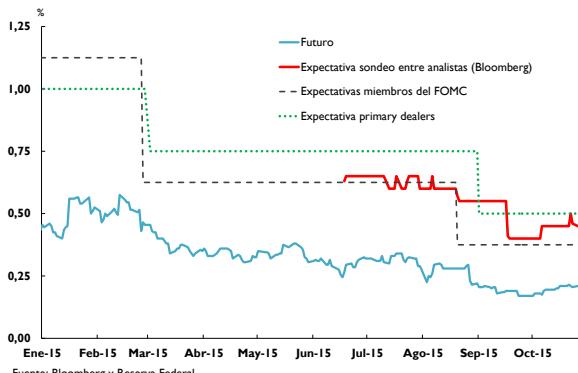


Gráfico 8.2
Rendimiento de Bonos Argentinos Denominados en Dólares en Mercados Externos y Riesgo Soberano*



Gráfico 8.3

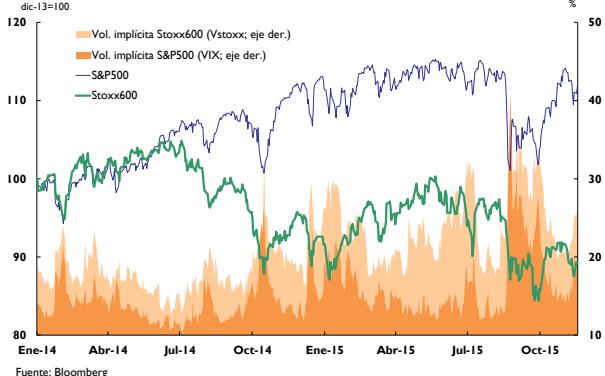
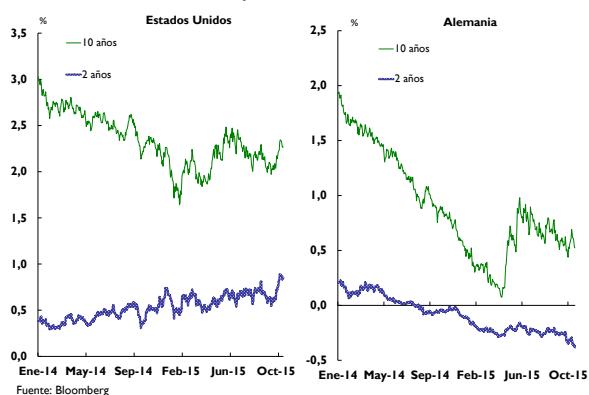
Tasa de fed funds. Expectativas para fin de 2015



8.1 Mercados Internacionales

Tras evidenciarse episodios de volatilidad en alza en los mercados internacionales a principios y mediados de año, este tipo de comportamiento se intensificó con fuerza en lo que va del segundo semestre, si bien a comienzos del cuarto trimestre pasaba a observarse un contexto más estable (ver gráfico 8.1.). La creciente volatilidad estuvo vinculada a diferentes factores, incluyendo la crisis de la deuda en Grecia (hasta el logro de un principio de acuerdo con las autoridades europeas a mediados de julio), la situación en China y la incertidumbre respecto a la evolución del desempeño económico a nivel mundial⁶⁶. En este contexto, la Reserva Federal de los Estados Unidos mantuvo su nivel de tasas de interés de corto plazo, aunque el primer incremento podría ser durante 2015 (ver Apartado 4 y gráfico 8.3). En tal sentido, en la reunión de octubre se explicitó que en diciembre se analizará la evolución de la economía para decidir si se sube la tasa⁶⁷. Por su parte, en las últimas semanas desde el Banco Central Europeo (BCE) se dieron indicios de que se están estudiando medidas de estímulo adicionales y que su implementación podría decidirse hacia fines del corriente año.

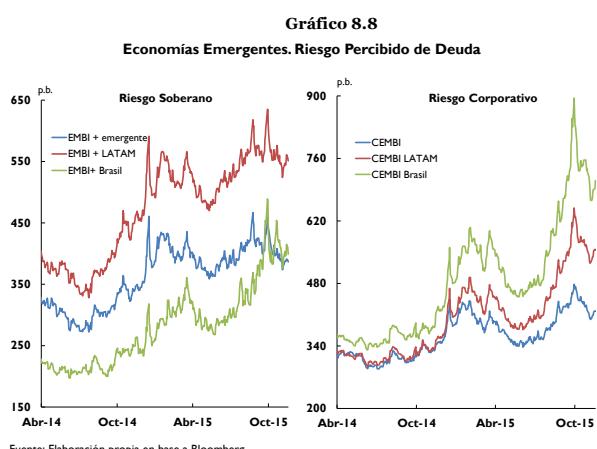
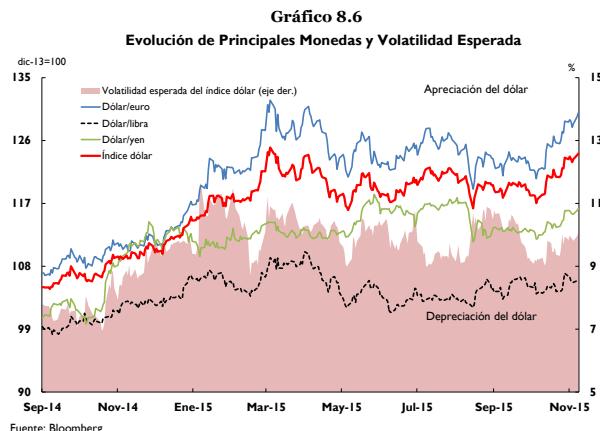
Los principales índices bursátiles de mercados desarrollados, que en el primer semestre de 2015 habían registrado un desempeño ligeramente positivo, evidenciaron un fuerte deterioro en el tercer trimestre del año. Por ejemplo, el S&P500 norteamericano y el EuroStoxx600 (medidos en dólares) cerraron el tercer trimestre con una caída de casi 7% y 8,5%, respectivamente. Aunque posteriormente evidenciaron un rebote, en lo que va del segundo semestre acumulan una merma de 0,6% y 4,9%, respectivamente (ver gráfico 8.4). En este marco, las volatilidades esperadas para estos índices registraron marcadas ampliaciones hacia agosto (llegando a niveles que no se veían desde 2011), aunque hacia fines de octubre y principios de noviembre volvían a valores por debajo del promedio observado en el primer semestre del corriente año⁶⁸.

Gráfico 8.4
Estados Unidos y Zona del Euro. Mercados BursátilesGráfico 8.5
Estados Unidos y Alemania. Rendimientos de la Deuda

⁶⁶ Ver el **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria** de agosto de 2015. A estos factores se agregaban, en las últimas semanas, conflictos geopolíticos.

⁶⁷ Tras la reunión de la Reserva Federal de octubre, tanto los sondeos entre agentes de mercado como los precios de instrumentos derivados reflejan la expectativa de una primera suba en las tasas de interés de corto plazo en diciembre o ya en los primeros meses de 2016. Por ejemplo, hacia mediados de noviembre la probabilidad implícita en el mercado a futuros de una suba en las tasas de interés en la reunión de diciembre se ubicaba en 66%, aunque esta probabilidad ha mostrado una evolución muy cambiante en los últimos meses.

⁶⁸ En las últimas semanas se observaba, tras los hechos acontecidos en Francia, se observaba cierto incremento en los índices de volatilidad, aunque sin retomar los niveles observados en agosto y septiembre.



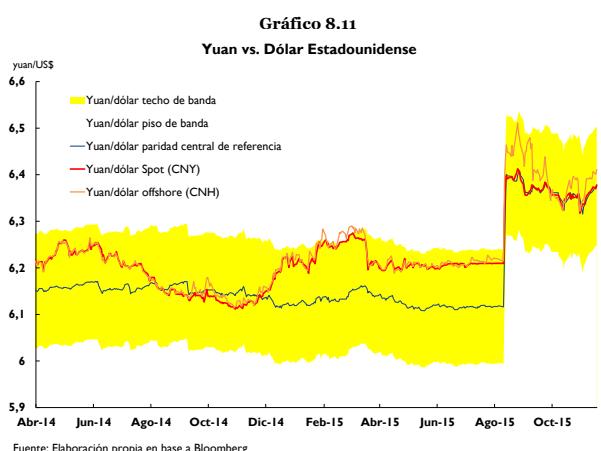
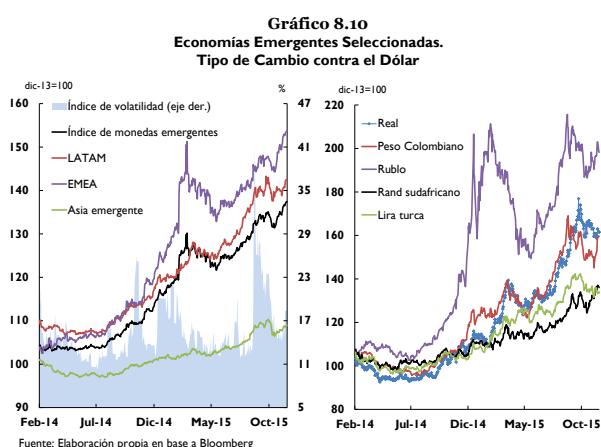
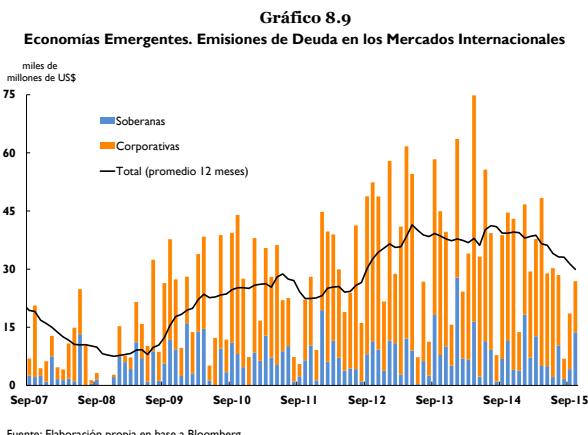
La creciente cautela en los mercados llevó a que los rendimientos de la deuda soberana de los Estados Unidos y de Alemania a 10 años, que se habían ampliado en el primer semestre de 2015, pasaran a recortarse más de 30 puntos básicos (p.b.) y casi 20 p.b., respectivamente, en el tercer trimestre del año. En lo que va del cuarto trimestre para el *treasury* norteamericano se dio una ampliación de más de 20 p.b. mientras que para el instrumento alemán –con señales de una posible ampliación de los estímulos por parte del BCE– se verificó una merma adicional de menos de 10 p.b. (ver gráfico 8.5). Con todo, en ambos casos se acumulan contracciones en lo que va del segundo semestre.

Extendiendo el avance observado en la primera mitad del año, durante el tercer trimestre el índice dólar evidenció una apreciación de casi 1% adicional contra las principales monedas de economías desarrolladas, tendencia que se fortaleció en lo que va del cuarto trimestre, con revalorización adicional de casi 3,5% (ver gráfico 8.6)⁶⁹. En el caso específico de su relación con el euro, en el tercer trimestre el dólar se depreció 0,3%, para posteriormente revalorizarse más de 5% en octubre y noviembre.

Según el índice MSCI, tras avanzar 1,7% en dólares durante el primer semestre, las acciones de economías emergentes se contrajeron más de 18% en el tercer trimestre del año, en un contexto en el que sobresalió la volatilidad observada en las bolsas chinas (ver gráfico 8.7). Aunque posteriormente se dio un rebote (4%), para el segundo semestre se acumula una merma. En el caso de América latina en el tercer trimestre se verificó un deterioro de 25% (sobresaliendo el descenso de 33% del Bovespa), aunque ya en octubre y noviembre pasaba a observarse una mejora de más de 5%.

Los diferenciales de los rendimientos de los bonos de las economías emergentes sobre los títulos de los Estados Unidos tendieron a subir en el tercer trimestre de 2015. Sin embargo, más recientemente se corrigió la totalidad de esta suba, de forma tal que en el segundo semestre se acumula una merma de casi 10 p.b. (ver gráfico 8.8). En el tercer trimestre se destacó la suba evidenciada para el *spread* de la deuda de América latina (80 p.b.). Particularmente marcada fue la ampliación del

⁶⁹ Desempeño del dólar contra una canasta ponderada que incluye el euro, el yen, la libra esterlina, la corona sueca, el dólar canadiense y el franco suizo.



spread para la deuda de Brasil (casi 140 p.b.), afectada por la evolución de la economía y la situación fiscal, los cambios en las notas otorgadas por las calificadoras de riesgo⁷⁰ y las tensiones políticas. En octubre los spreads latinoamericanos tendieron a bajar, aunque siguen acumulando una suba de más de 20 p.b. en el segundo semestre.

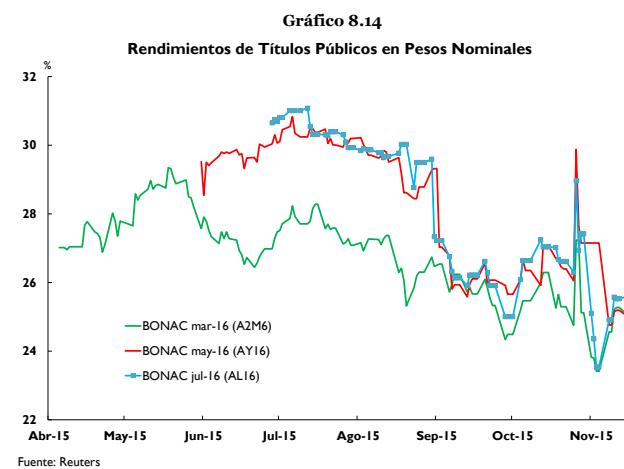
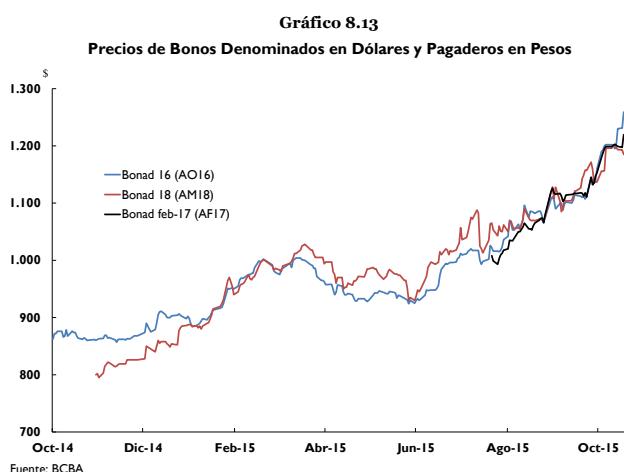
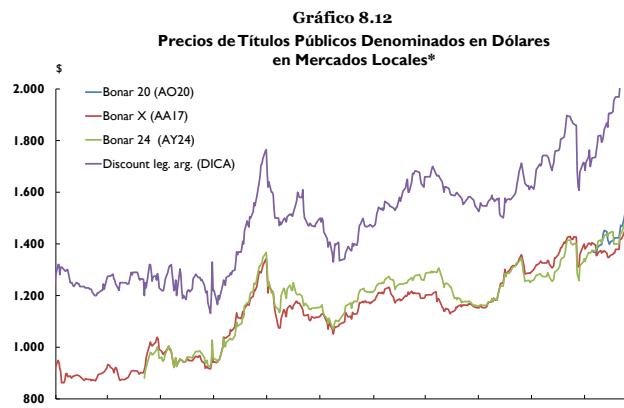
Con spreads de deuda crecientes, en el mercado primario de deuda internacional la emisión por parte de gobiernos y empresas de economías emergentes se redujo 37% interanual (i.a.) en el tercer trimestre, fundamentalmente por menores colocaciones corporativas (ver gráfico 8.9). Esta tendencia negativa se mantuvo en octubre para el caso específico de la deuda de empresas. Por su parte, los fondos de inversión especializados en instrumentos de economías emergentes registraron flujos negativos entre julio y septiembre pasados. En este caso las salidas fueron generalizadas, a diferencia de lo observado en el primer semestre (cuando sólo los fondos especializados en acciones registraron rescates). En lo que va del cuarto trimestre se observan resultados mixtos.

Las monedas de los países en desarrollo extendieron la tendencia a la depreciación contra el dólar observada en el primer semestre del año. Así, en el tercer trimestre se dio una desvalorización de más de 7% en promedio, en un contexto de fuerte aumento en la volatilidad esperada (ver gráfico 8.10). Las depreciaciones en el mencionado período estuvieron lideradas por las monedas de América latina (10%), destacándose el debilitamiento de 27% del real. En Asia emergente, en un contexto marcado por la devaluación del yuan chino en agosto⁷¹, las monedas registraron una depreciación contra el dólar cercana a 6% (ver gráfico 8.11). Más recientemente, en octubre y noviembre, las monedas emergentes mantuvieron su tendencia a la depreciación contra el dólar, aunque en el caso específico del real se dio una apreciación de más de 3% (acumulando una desvalorización de casi 23% contra el dólar en el segundo semestre).

En los próximos meses la evolución de los mercados financieros seguirá estando influida por

⁷⁰ La calificador S&P rebajó la nota del país a BB+ (por debajo del grado de inversión) en septiembre, mientras que en octubre Fitch degradó la nota del país a BBB- (el escalón más bajo dentro del grado de inversión).

⁷¹ El 11 de agosto el Banco del Pueblo de China (BPC) anunció una devaluación de 1,9% en la fijación que realiza antes de cada rueda de la paridad central de referencia del tipo de cambio del yuan contra el dólar (durante la rueda el BPC interviene en el mercado para evitar que el tipo de cambio spot se desvíe de una banda de 2% por encima o por debajo de dicho valor). Se determinó que a partir de entonces esta fijación diaria de la paridad de referencia pasaría a tener en cuenta el cierre del mercado spot del día previo, las condiciones de oferta y demanda en el mercado de cambios y los movimientos en las principales divisas.



las expectativas con respecto al accionar de la Reserva Federal y del BCE y su impacto sobre las perspectivas de crecimiento a nivel global. La situación de economías de gran porte, como China y Brasil, los conflictos geopolíticos y la evolución de los precios de las materias primas también se mantendrán como factores de relevancia.

8.2 Mercado Local

En líneas generales los precios de los títulos públicos y las acciones tendieron a registrar mejoras en lo que va del segundo semestre, extendiendo la tendencia observada en la primera mitad del año, a pesar de registrarse períodos de volatilidad en alza⁷². El financiamiento por medio de instrumentos del mercado de capitales se contrae en el tercer trimestre contra los tres meses anteriores (debido a operaciones de YPF de gran tamaño en los meses previos), aunque presenta una suba interanual. Se aclara que en el período de análisis se implementaron diversas medidas vinculadas al rol de los inversores institucionales y al funcionamiento de los mercados financieros y de capitales⁷³.

Con respecto a las colocaciones de deuda del Gobierno Nacional en el mercado primario, continuaron las subastas de BONAC en moneda local; desde fines de junio se colocaron \$16.392 millones en Valor Nominal Original (VNO). Por otra parte, se colocó en octubre un bono en pesos nominales a tasa variable con vencimiento en 2017 (VNO \$8.320 millones). Además se colocaron bonos en dólares pagaderos en pesos (*dollar-linked*) por más de VNO US\$2.800 millones⁷⁴. También se realizó una subasta de un nuevo bono en dólares con legislación local con vencimiento en 2020 (BONAR 20) y tasa de 8%, cuya colocación sumó VNO US\$669 millones con un rendimiento de 9,2%.

En el mercado secundario y a nivel local, las cotizaciones de los títulos públicos en dólares (con transacciones y precios mayormente en pesos), acumularon subas en el tercer trimestre, a pesar de evidenciar una volatilidad marcada en los últimos meses, comportamiento que se mantuvo en lo que

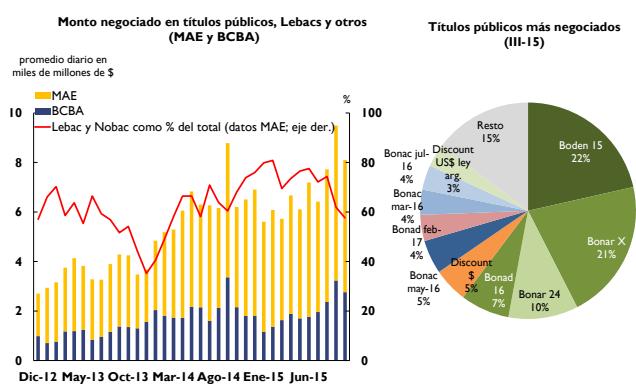
⁷² Se incluyen en el análisis datos hasta el 17 de noviembre.

⁷³ Medidas de la Comisión Nacional de Valores (CNV) y la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN) con respecto al destino de fondos de compañías de seguros y Fondos Comunes de Inversión (FCI) a inversiones productivas. En otro orden, a fines de septiembre la Resolución N°646 de la CNV estipuló que los FCI deberán valorar los instrumentos que se negocien en los mercados extranjeros en la misma moneda en que hayan sido emitidos (siempre y cuando ésta sea la misma moneda de pago), en base al precio de mayor relevancia en las plazas externas (o bien el precio en dólares de la plaza local cuando no exista cotización en el exterior), expresando el monto en pesos usando el tipo de cambio comprador del Banco Nación

⁷⁴ En este caso la colocación se realizó mayormente mediante subastas aunque también hubo colocaciones directas. Incluyó la emisión de nuevas especies con vencimiento en 2017.

Gráfico 8.15

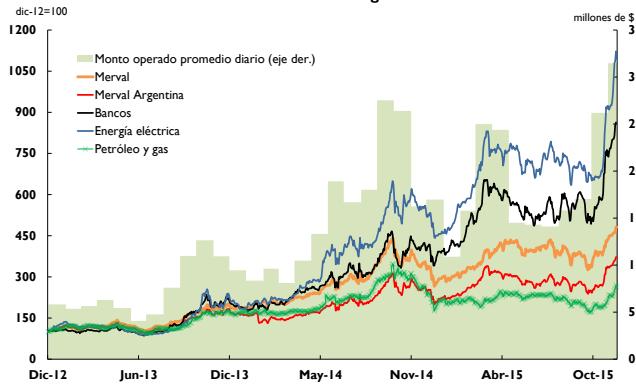
Negociación de Instrumentos de Renta Fija en Mercados Locales



Fuente: BCBA y MAE

Gráfico 8.16

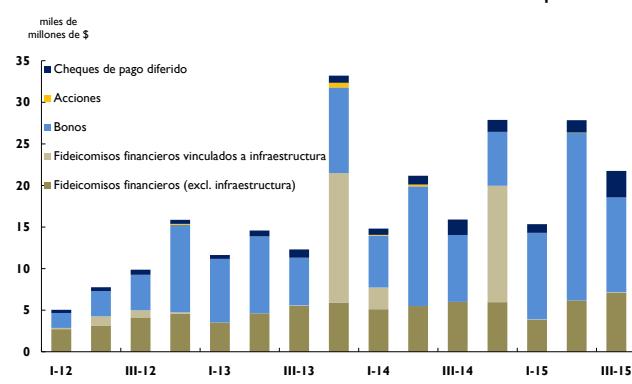
Mercado Bursátil Argentino



Fuente: BCRA en base a Bloomberg

Gráfico 8.17

Financiamiento a través de Instrumentos del Mercado de Capitales



Fuente: BCBA, IAMC y CNV

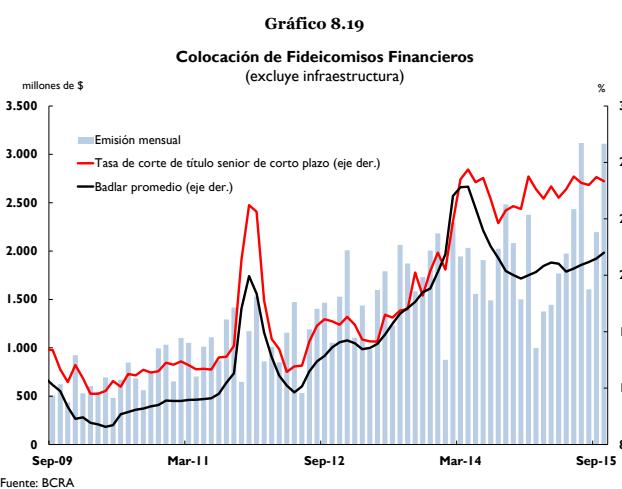
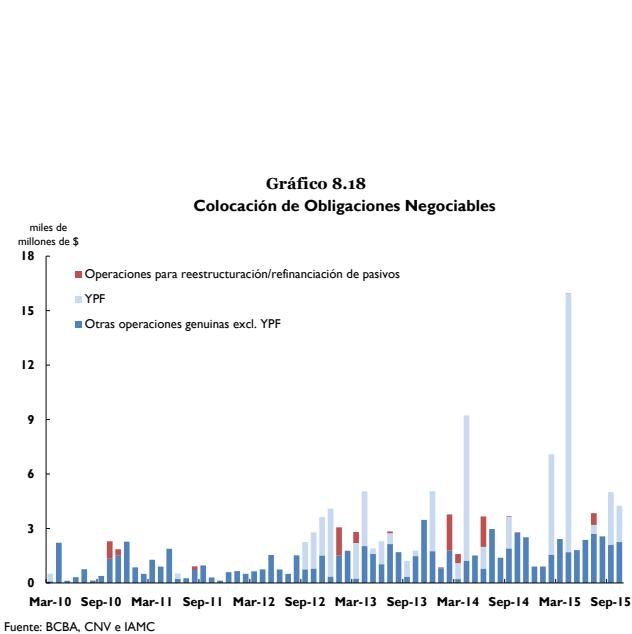
va del cuarto trimestre (ver gráfico 8.12). En los mercados internacionales la tendencia predominante también fue positiva, llevando a que el *spread* del EMBI para Argentina extendiese su tendencia a la baja, con una merma de 30 p.b. en el tercer trimestre y 120 p.b. adicionales posteriormente (ver gráfico 8.2).

En relación al litigio que mantiene Argentina con los *holdouts* en los tribunales de Nueva York, el 31 de agosto de 2015 la Cámara de Apelaciones dictó sentencia avalando un pedido de la República Argentina y del BCRA, y, por ende, desestimando la demanda interpuesta por los *holdouts* en la que pretendían que se declare que el BCRA es el *alter ego* de la República Argentina. Además se conoció otro fallo favorable a la República Argentina, limitando las demandas realizadas por quienes se sumaron al reclamo de los *holdouts* una vez conocida la sentencia del juez Griesa (conocidos como “*me too*”). Por su parte, a fines de octubre el juez Griesa habilitó el reclamo de varios “*me too*”, lo que fue apelado por la República Argentina. En otro orden, continúa el proceso legal de un pedido de los demandantes de incluir la emisión realizada por Argentina en abril de BONAR 2024 dentro del fallo *pari passu*, avalado por el juez Griesa. Asimismo, se encuentra en trámite también un pedido de *Discovery*.

Los bonos denominados en dólares y pagaderos en pesos mantuvieron el sesgo al incremento en los precios en el tercer trimestre, tendencia que se intensificó posteriormente (ver gráfico 8.13). Por su parte, mientras que la BADLAR Bancos Privados subió ligeramente desde fines de junio, los rendimientos de los títulos en pesos nominales finalizaron el tercer trimestre con marcados recortes. Posteriormente, en octubre y noviembre —con BADLAR mostrando una tendencia creciente más marcada—, los rendimientos de los títulos públicos en pesos nominales pasaron a ampliarse (ver gráfico 8.14). Los bonos en pesos con ajuste CER evidenciaron recortes en tercer trimestre, tendencia que se acentuó en octubre y noviembre.

Durante el tercer trimestre, el monto de instrumentos de renta fija⁷⁵ en los mercados locales se ubicó en torno a los \$7.900 millones diarios, con una suba de 18% trimestral y de 11% i.a. (ver gráfico 8.15). La negociación de LEBAC cedió participación en el total negociado en favor de los títulos públi-

⁷⁵ En base a montos de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) y el Mercado Abierto Electrónico (MAE). Incluye títulos públicos del Gobierno Nacional, LEBAC y NOBAC, títulos provinciales, obligaciones negociables y otros.



cos⁷⁶, en especial a partir de septiembre. En octubre y noviembre los montos negociados en instrumentos de renta fija subieron a cerca de \$9.500 millones por día en promedio.

Luego de elevarse más de 35% en la primera mitad del año, el Merval cayó casi 16% en el tercer trimestre, con una merma pronunciada para los papeles del sector petrolero (ver gráfico 8.16). No obstante, en octubre y noviembre el índice avanzó más de 40%, de forma tal que el Merval acumula un rendimiento de casi 18% en el segundo semestre⁷⁷. El volumen de operaciones cayó de \$176 millones diarios en el segundo trimestre a \$156 millones en el tercero, aunque luego se recuperó en octubre y noviembre hasta más de \$310 millones.

En el tercer trimestre del año el flujo bruto de financiamiento a través de instrumentos en el mercado de capitales alcanzó los \$21.800 millones⁷⁸, lo que implicó una reducción respecto a los \$27.800 millones de los tres meses inmediatamente anteriores (ver gráfico 8.17). No obstante, parte de la caída estuvo explicada porque en el segundo trimestre hubo colocaciones de YPF en los mercados internacionales por montos considerables. En términos interanuales la colocación de obligaciones negociables (ON) registró un incremento de 42%. Se destaca que desde septiembre comenzó a observarse el efecto de cambios normativos referidos a la inversión productiva de los FCI y las compañías de seguro⁷⁹.

Las ON sumaron operaciones entre julio y septiembre por unos \$11.400 millones (ver gráfico 8.18), inferior a los más de \$20.100 millones del segundo trimestre (cuando fueron las citadas colocaciones de YPF). Sin considerar las operaciones de la petrolera, en el tercer trimestre los montos colocados de ON crecieron 36%. El ritmo de operaciones se mantenía en octubre y noviembre. A nivel sectorial sobresalieron las operaciones vinculadas a petróleo-gas y al sector financiero, mientras que continuó prevaleciendo el peso como moneda de colocación. Se consolidaron las transacciones a tasa mixta (un tramo a tasa fija y luego a tasa variable). Con respecto al costo de financiamiento, entre las

⁷⁶ La negociación en estos instrumentos continúa concentrada en especies denominadas en dólares.

⁷⁷ Con fuertes alzas en los papeles bancarios y en los ligados al negocio eléctrico. En el exterior, la renta variable argentina negociada en dólares a través de los *American Depository Receipt* (ADR), tras haber caído en el tercer trimestre, subió con fuerza en octubre y noviembre.

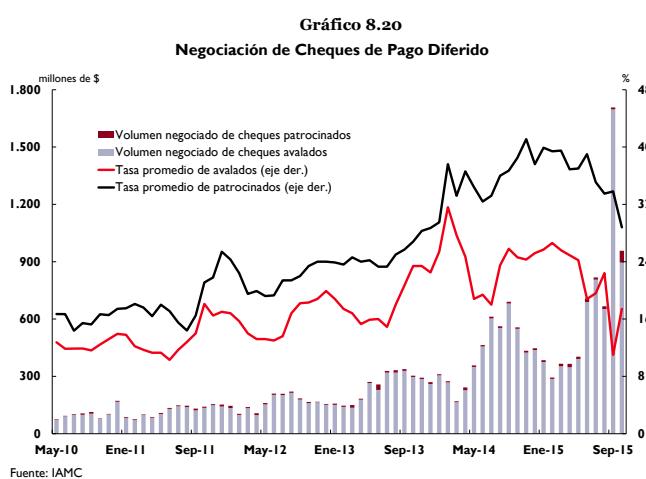
⁷⁸ En el trimestre hubo una sola operación de infraestructura por un monto de \$56 millones.

⁷⁹ Durante septiembre, mediante las Resoluciones N°39.433 y N°39.438 la SSN introdujo cambios sobre la elegibilidad y la forma de cómputo de los FCI dedicados a Pequeñas y Medianas Empresas (PyME) e infraestructura en el marco del “inciso k”. Además, por Resolución General N°644/15 de la CNAV se exigió a los FCI un mínimo de inversiones en instrumentos vinculados a inversión productiva, infraestructura y financiamiento de PyMEs.

operaciones en pesos se dio una suba de hasta 1 punto porcentual (p.p.) para el tramo fijo en el tercer trimestre, mientras que en el variable se dio una leve baja de *spreads*⁸⁰. Más recientemente, en octubre y noviembre, el costo financiero tendió a subir, acompañando a la BADLAR Bancos Privados.

El financiamiento a través de fideicomisos financieros (excluyendo los instrumentos vinculados a financiaciones de infraestructura y viviendas) superó los \$7.100 millones en tercer trimestre, 15% por encima del trimestre anterior (ver gráfico 8.19). En octubre y noviembre los montos mantenían una tendencia alcista. Mientras que durante el tercer trimestre no hubo cambios destacables en el costo de estas financiaciones, más recientemente el mismo tendía a subir. Continuaron predominando las securitzaciones vinculadas a créditos personales.

En función de las nuevas normativas para compañías de seguros y FCI a partir de septiembre, el monto de las negociaciones de cheques de pago diferido en el tercer trimestre fue de \$3.200 millones, más del doble que el de los tres meses previos (ver gráfico 8.20). Los mayores montos se dieron con una prolongación de los plazos de los instrumentos (hasta casi 9 meses) y una fuerte baja del costo de financiamiento, producto de la alta demanda (en septiembre fue 11% en promedio contra 19% en junio). En octubre y noviembre, el volumen tendía a caer, mientras que las tasas se recuperaban.

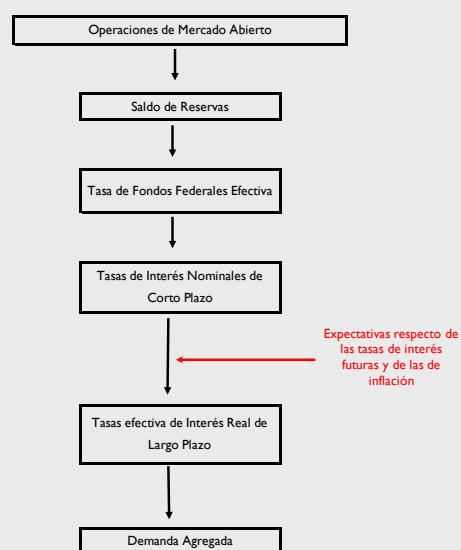


⁸⁰ A partir de la segunda quincena de septiembre se dieron varias colocaciones de bonos corporativos computables para el “inciso k” según la normativa vigente para compañías de seguros y de FCI, que contaron con una sólida demanda. Estas operaciones se hicieron en general a tasa variable y con *spread* sobre Badlars Bancos Privados nulo.

Apartado 4 / Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos: Antes y Despues de la Expansión Cuantitativa

El advenimiento de la crisis económica que comenzó a mediados de 2007 en el mercado de hipotecas *subprime* llevó a que la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) tuviese que implementar diversos programas de expansión una vez que la tasa de interés de política enfrentó la restricción de no negatividad (ZLB)⁸¹. Como consecuencia de estos programas el saldo de reservas⁸² del sistema financiero depositados en la Fed se incrementó significativamente, lo que plantea un desafío adicional al momento de endurecer el sesgo de la política monetaria⁸³. En este marco, cobra relevancia el análisis de los mecanismos de transmisión de la política monetaria de la Fed previos a la crisis financiera internacional de 2008 y las limitaciones que los mismos podrían tener en el actual escenario de cara a las previsiones del inminente inicio del ciclo contractivo monetario.

Tabla 1



Fuente: Gauti B. Eggertsson, *An Overview of U.S. Monetary Policy*, FRBNY, Mayo de 2007, mimeo.

⁸¹ Ver Apartado 1 del **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria** de junio de 2015.

⁸² El saldo de reservas del sistema financiero en la Fed se compone de los requerimientos de reservas (encajes obligatorios) y de las reservas excedentes (sobreintegración).

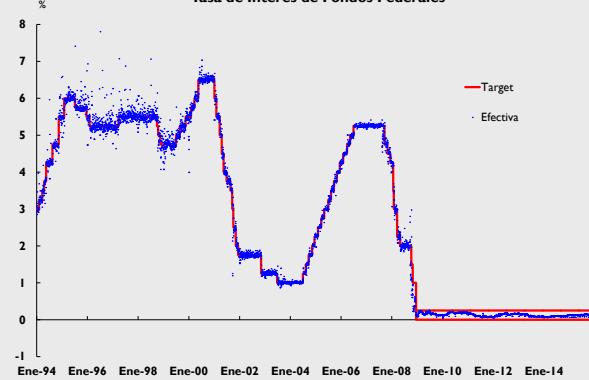
⁸³ Al momento de hacer menos expansivo el sesgo de su política monetaria, una primer decisión que la Fed tuvo que realizar, fue si lo iba a hacer reduciendo el tamaño de su balance (vendiendo activos) o incrementando el *target* de su tasa de interés de referencia.

La Reserva Federal de los Estados Unidos tiene un mandato con dos objetivos: pleno empleo y estabilidad de precios (también tasas de interés de largo plazo moderadas). Al momento de implementar su política monetaria para cumplir sus objetivos la Fed cuenta con una serie de herramientas: las operaciones de mercado abierto (OMAs), la ventanilla de descuento y los requisitos de encaje. Estas herramientas no afectan de manera directa a los objetivos de la Fed sino que lo hace a través de un conjunto de metas, tanto operativas como intermedias (ver tabla 1). Entre las primeras está, principalmente, el *target* sobre una tasa de interés de referencia, en este caso respecto de la Tasa de interés de los Fondos Federales (TFF)⁸⁴.

Debe distinguirse entre este *target* que es fijado en reuniones periódicas por el Comité de Mercado Abierto de la Fed (FOMC, por su sigla en inglés), de la TFF efectiva. Esta última es el promedio ponderado diario de las transacciones en el mercado de fondos federales. Dentro de la Fed, es la mesa de operaciones la encargada de llevar, usando sus herramientas, a la TFF efectiva al *target* elegido por el FOMC. La TFF efectiva estuvo —salvo en momentos de extrema volatilidad— dentro del rango⁸⁵ fijado por la Fed como meta operativa (ver gráfico 1).

Gráfico 1

Tasa de Interés de Fondos Federales

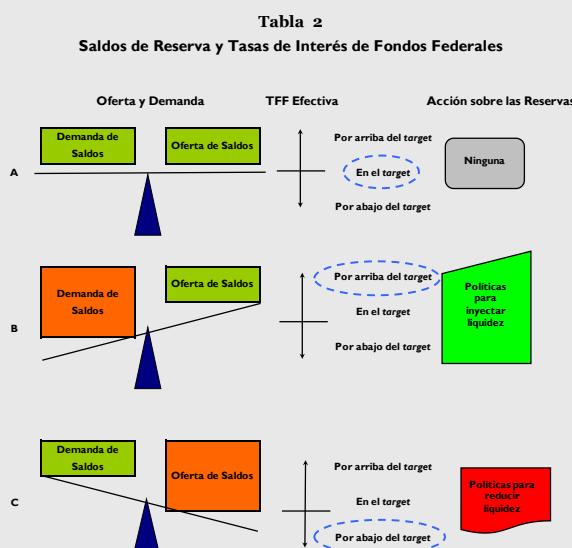


Fuente: BCRA en base a Reserva Federal de los Estados Unidos.

⁸⁴ La TFF es la tasa de interés a la que las entidades financieras se otorgan préstamos, sin intervención de la Fed, en el mercado interbancario homónimo.

⁸⁵ Desde el 16 de diciembre de 2008 la Fed pasó de fijar un *target* puntual para la meta operativa a establecer un rango.

Por consiguiente, cabe preguntarse cómo logra que la TFF efectiva esté dentro del rango fijado para la meta operativa. Hasta el comienzo de la expansión cuantitativa el saldo de reservas del sistema financiero era muy reducido⁸⁶, por lo que la Fed podía modificar la liquidez del mercado interbancario (agregando o quitando reservas mediante el uso de sus herramientas, principalmente a través de OMAs), de manera que la TFF efectiva converja al valor establecido como *target* (ver tabla 2).

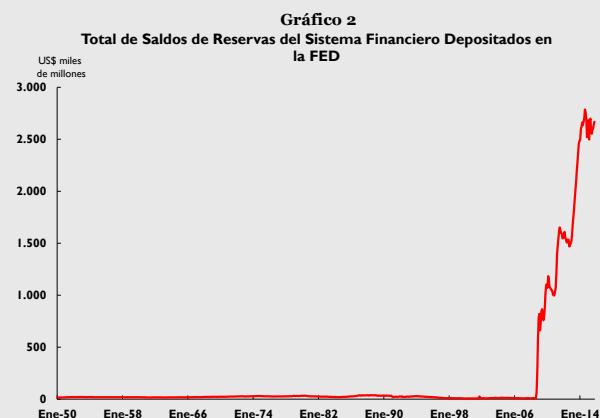


Fuente: John McGowan, *Implementing Monetary Policy FRBNY –Domestic Money Market Desk*, Federal Reserve Bank of New York, Prepared for Seminar on US Monetary Policy Implementation, May 4, 2009, mimeo.

Sin embargo, con la implementación de los programas de expansión cuantitativa el saldo de reservas del sistema financiero en la Fed creció considerablemente, lo que plantea un desafío cuando se decida subir el *target* de la TFF (ver gráfico 2). Esto es así puesto que hasta tanto el balance de la Fed recupere el tamaño normal (previo a la expansión cuantitativa) y se termine de drenar el exceso de liquidez del sistema, la Fed ya no podrá influir sólo mediante OMAs en las condiciones de liquidez del mercado interbancario, y por ende en la TFF efectiva.

Es por esto que ya desde 2011 la Fed viene analizando su estrategia de normalización de la política monetaria⁸⁷, la que fue revisada en septiembre de 2014 en el documento “Principios y planes de nor-

malización de la política [monetaria]”⁸⁸. En este último documento, la Fed menciona que cuando los indicadores económicos y las perspectivas a futuro hagan necesario un sesgo menos expansivo de la política monetaria, incrementará el *target* de la TFF, y para lograr que la TFF efectiva converja al nuevo *target* modificará la tasa de interés que paga por las reservas excedentes (IOER por su sigla en inglés). Por lo que el IOER será la principal herramienta de política monetaria, que funcionará como techo del *target* de la TFF⁸⁹.



Junto a ello, la Fed también utilizará la tasa de interés que remunera los pasos pasivos a 1 día hábil (ON RRP por su sigla en inglés)⁹⁰, la que funcionará como piso del *target* de la TFF⁹¹. La Fed hará uso de esta herramienta puesto que, según muestran estudios previos de la propia institución, no lograría influir todo lo necesario sobre la TFF efectiva sólo utilizando el IOER.

Resumiendo, previo a la crisis que comenzó a mediados de 2007 la Fed utilizaba las OMAs como

88

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140917c.htm>

89 Otros instrumentos que la Fed analizó utilizar, pero que por ahora no serán usados con regularidad, son las *Overnight Reverse Repurchase Agreement Operations* (ON RRP) a mayor plazo y una facilidad de depósito.

90 Para más detalle ver Ihrig, J. E. et al, *Monetary Policy 101: A Primer on the Fed's Changing Approach to Policy Implementation*, Fed Staff Working Papers 2015-047.

91 Con el fin de potenciar esta herramienta la Fed decidió que permitirá realizar pasos pasivos no solamente a entidades bancarias, sino también a un grupo más amplio de entidades financieras (entre ellas entidades no bancarias).

92 Entre las dos nuevas herramientas, el IOER y el rendimiento de los ON RRP, la Fed afirmó que prefiere a la primera, por lo que mantendrá el stock de los ON RRP lo más reducido que le sea posible.

Frost, J., et al; *Overnight RRP Operations as a Monetary Policy Tool: Some Design Considerations*. Fed Staff Working Papers 2015-010.

⁸⁶ En parte esto era así puesto que no se remuneraban las reservas excedentes. La Fed fue autorizada a pagar intereses por las reservas excedentes desde el 1 de octubre de 2008.

⁸⁷

<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20110622.htm>

principal herramienta para modificar la liquidez interbancaria y de esta manera llevar la TFF efectiva a valores cercanos al *target* de la misma. Esto era posible porque el saldo de reservas del sistema financiero en la Fed (condiciones de liquidez) era reducido. Sin embargo, dicho saldo se incrementó considerablemente como subproducto de la expansión cuantitativa; y es por esto que, cuando decida subir el *target* de la TFF, la Fed deberá adicionar el uso de otros instrumentos para lograr que la TFF efectiva converja al rango deseado. Al presente, la autoridad monetaria de los Estados Unidos se ha preparado para utilizar otros dos instrumentos con el fin de afectar las tasas de interés de mercado. Sin embargo, será necesario evaluar si estas herramientas serán suficientes una vez que se dé inicio al ciclo contractivo de la política monetaria. El desafío de cara a los próximos trimestres se magnifica si se tiene presente la política monetaria expansiva que están llevando a cabo algunos de los otros principales bancos centrales de las plazas financieras avanzadas, lo que contribuye a sostener una amplia liquidez global.

9 Política Monetaria

En el período julio-octubre de 2015, los agregados monetarios continuaron mostrando una aceleración en su ritmo de crecimiento interanual (i.a.). El agregado en pesos más amplio (M3) presentó en octubre un alza de 35,6% i.a., mientras que el M3 privado registró un aumento de 39,4% i.a., impulsado principalmente por el comportamiento de los depósitos a plazo fijo del sector privado que se elevaron 47% i.a. Estos depósitos registraron aumentos principalmente en el segmento minorista que siguió siendo favorecido por la política de tasas de interés mínimas establecida por el BCRA.

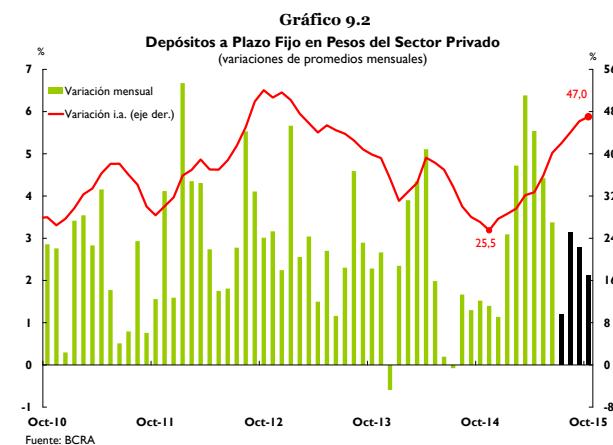
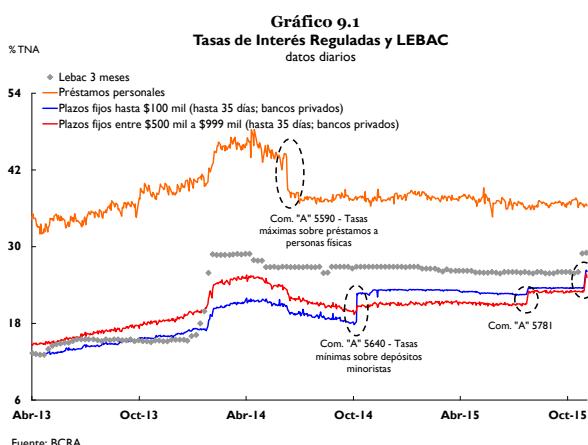
A partir de julio el BCRA amplió la cobertura del esquema de tasas de interés mínimas para los depósitos a plazo fijo que se había establecido en octubre de 2014. El monto de los depósitos alcanzados por la medida aumentó desde \$350 mil hasta \$1 millón, y desde entonces el límite abarca tanto a las imposiciones de las personas físicas como de las jurídicas. Adicionalmente, en julio dispuso el aumento de las tasas de interés mínimas (que son las mismas para las personas físicas y jurídicas). La nueva estructura de tasas de interés mínimas, además de contribuir a apuntalar la demanda de dinero, favorece los depósitos a plazos más largos.

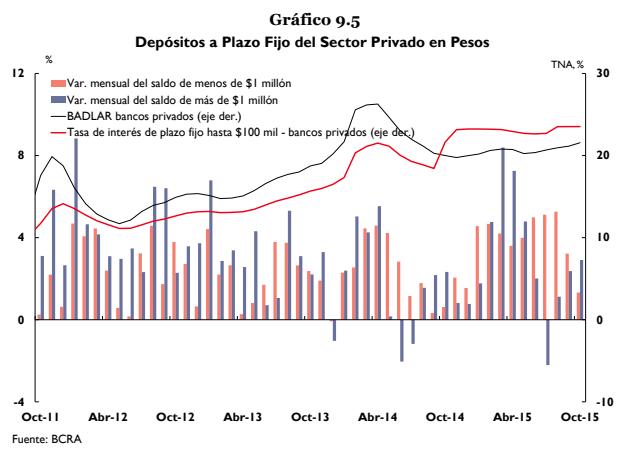
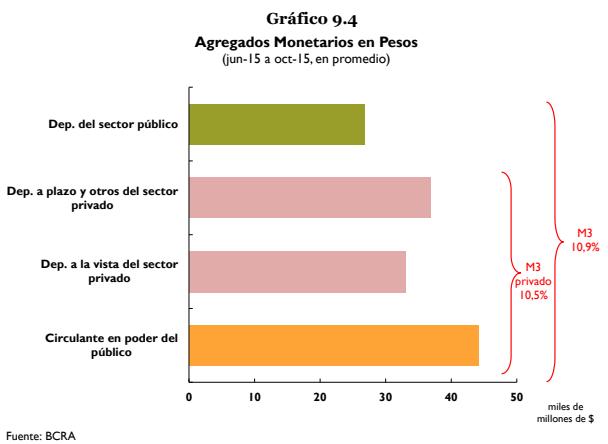
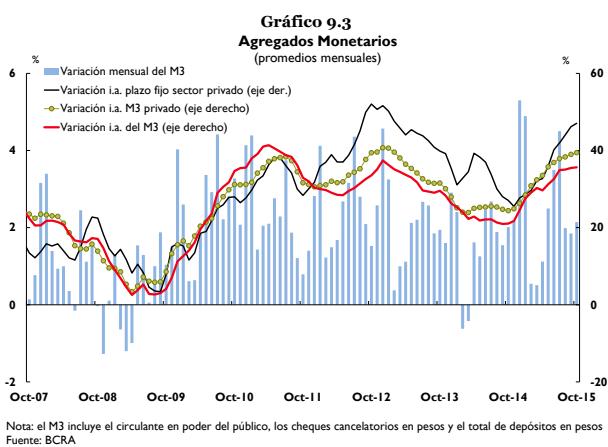
A fines de octubre, el BCRA elevó las tasas de interés de las LEBAC a tasa predeterminada –a plazos de 90 días y 120 días– en 3 puntos porcentuales (p.p.), ubicándolas en 28,93% y 29,35%, respectivamente. Dado que estas tasas de interés se emplean como referencia para establecer las tasas de interés mínimas antes mencionadas, este aumento implicó que a partir de noviembre las tasas de interés para los ahorristas por colocaciones de 30 a 44 días de plazo, por montos menores a \$ 1 millón, pasaran a ubicarse por encima de 26,3%, y las de 180 días o más por encima de 29%.

Hacia fines de julio, el Banco Central incrementó las tasas de interés de su corredor de pases entre 5 p.p. y 7 p.p., y a fines de octubre, volvió a aumentarlas, en este caso 3 p.p. adicionales. Estas medidas procuran limitar la volatilidad de las tasas de interés del mercado interfinanciero ante cambios en los niveles de liquidez de corto plazo en las entidades, al alinear el corredor de tasas de interés, adecuándolo con la estructura de las tasas de interés del mercado. A su vez, se busca profundizar la estabilidad financiera en un contexto de mayor volatilidad.

Las políticas en marcha dirigidas a fomentar el crédito al sector productivo, junto con aquellas destinadas a promover el financiamiento en condiciones más favorables para las familias, continuaron favoreciendo el dinamismo de los préstamos que, en lo que va del año, vienen mostrando una aceleración en su ritmo de crecimiento, con una variación interanual que pasó de 27,4% en junio a 33,6% en octubre. Entre las líneas que recibieron el impulso de los créditos acordados en el marco de la línea de créditos para la inversión productiva, las financiaciones instrumentadas mediante documentos acumularon entre junio y octubre un crecimiento de 19,5%, elevando a casi 40% la variación interanual.

Entre fines de junio y fines de octubre el saldo de reservas internacionales se redujo cerca de US\$6.900 millones, caída que respondió principalmente al pago del capital e intereses del Boden 2015, vencimiento que resultó uno de los mayores de las últimas dos décadas. De esta forma las reservas internacionales se ubicaron en un nivel en torno a US\$27.000 millones, equivalente al que existía un año atrás.





9.1 Agregados Monetarios ⁹²

En el período julio-octubre de 2015, los agregados monetarios continuaron mostrando una aceleración en su ritmo de crecimiento interanual (i.a.), motivada principalmente por el comportamiento de los depósitos a plazo fijo del sector privado. El agregado en pesos más amplio (M3⁹³) presentó en octubre un alza de 35,6% i.a., mientras que el M3 privado registró un aumento de 39,4% i.a. (ver gráfico 9.3).

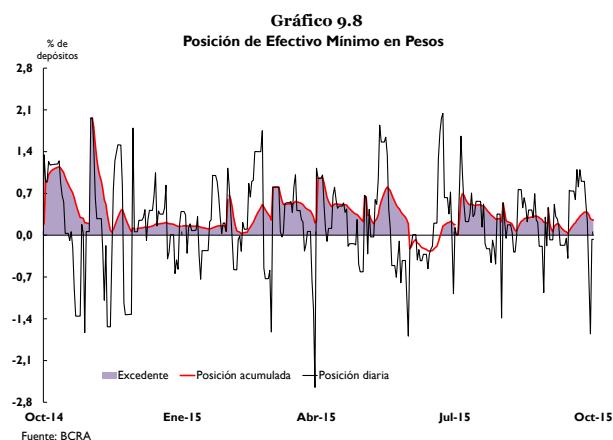
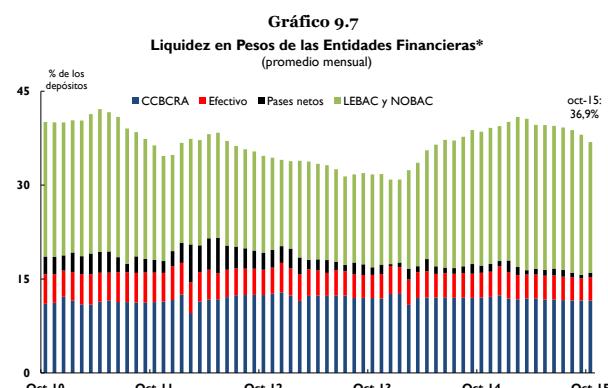
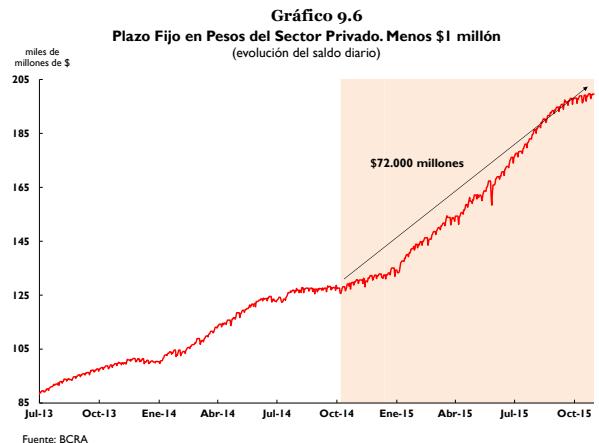
El M3 creció 10,9% en el período julio-octubre de 2015, el cual estuvo explicado por el avance del M3 privado (10,5%) y de los depósitos del sector público (13%). Todos los componentes del M3 privado aumentaron en el período, especialmente el circulante en poder del público (13,1%), mientras que las colocaciones a la vista exhibieron un crecimiento de 9,2% y las imposiciones a plazo fijo un incremento de 9,6% (ver gráfico 9.4). Desde el lado de la oferta, los factores que promovieron el avance cuatrimestral del M3 privado fueron el incremento de los préstamos en pesos del sector privado y las operaciones del sector público, en tanto que la intervención del BCRA en el mercado de divisas tuvo efecto contraccutivo.

El continuo crecimiento de las colocaciones a plazo fijo generó una nueva aceleración en su tasa de variación interanual que alcanzó en octubre el 47%, observándose en el período entre junio y el décimo mes del año aumentos en el segmento mayorista (4,2%) y, principalmente, en el minorista (15,7%). En el caso de los depósitos de menos de \$1 millón, continuaron siendo favorecidos por el esquema de tasas de interés mínimas establecido por el BCRA (ver subsección 9.3; ver gráfico 9.5).

En particular, cabe destacar que desde que entró en vigencia el aumento de las tasas de interés mínimas (27 de julio), las colocaciones menores a \$1 millón acumularon un incremento de 10,1%, mientras que si la comparación se efectúa con el momento en que se establecieron por primera vez, a comienzos de octubre de 2014, el aumento fue de aproximadamente 55% (ver gráfico 9.6). Así, entre enero y octubre de este año, estas colocaciones mostraron un crecimiento promedio mensual de 4,1%, marcadamente por encima del incremento medio que registraron los cinco años previos a la implementación de dichas medidas (2,2%).

⁹² Excepto que se indique lo contrario, las cifras a las que se hace referencia a lo largo de la subsección son promedios mensuales de datos diarios.

⁹³ Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos en pesos.



En lo que respecta a los depósitos en moneda extranjera, en el cuatrimestre presentaron un aumento de 4,5%, con reducciones en los depósitos del sector público que resultaron más que compensadas por el incremento en los correspondientes al sector privado. Respecto a estos últimos, su crecimiento estuvo favorecido por el pago de servicios de deuda del Gobierno Nacional (en particular, del BODEN 2015). Así, el agregado más amplio ($M3^{*94}$), mostró un aumento cuatrimestral de 10,8% (36,1% i.a.).

Por último, la base monetaria se elevó 11,6% en el período julio-octubre de 2015, y mantuvo su variación interanual estable, cercana al 36%. Entre sus componentes, crecieron tanto las reservas bancarias (compuestas por el efectivo en entidades financieras y los saldos de las cuentas corrientes de las entidades financieras en el BCRA) como el circulante en poder del público.

9.2 Liquidez Bancaria

En el período julio-octubre de este año, en un contexto de mayor dinamismo de los préstamos al sector privado y donde el Tesoro Nacional continuó colocando títulos en pesos en el mercado local, el ratio de liquidez bancaria en pesos (definido como la suma del efectivo en bancos, las cuentas corrientes en el BCRA, los pases con el BCRA y la tenencia de LEBAC, en términos de los depósitos) mostró una tenue tendencia a la baja, aunque continuó en niveles elevados. Esta tendencia respondió al comportamiento de las entidades financieras privadas, mientras que el ratio de las entidades públicas se mantuvo relativamente estable.

Para el total de entidades, el ratio se ubicó en octubre en 36,9% del total de depósitos en pesos, 2,6 puntos porcentuales (p.p.) inferior que a mitad de año, caída que se concentró principalmente en la tenencia de LEBAC y, en menor medida, en saldo de pases con el BCRA y en el nivel de reservas bancarias (saldo de cuentas corrientes en el BCRA y efectivo en bancos; ver gráfico 9.7).

Durante los últimos cuatro meses, la posición del régimen de efectivo mínimo (diferencia entre la integración y la exigencia neta de deducciones) continuó resultando excedentaria en un rango entre

⁹⁴ Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios y el total de depósitos en pesos y moneda extranjera.

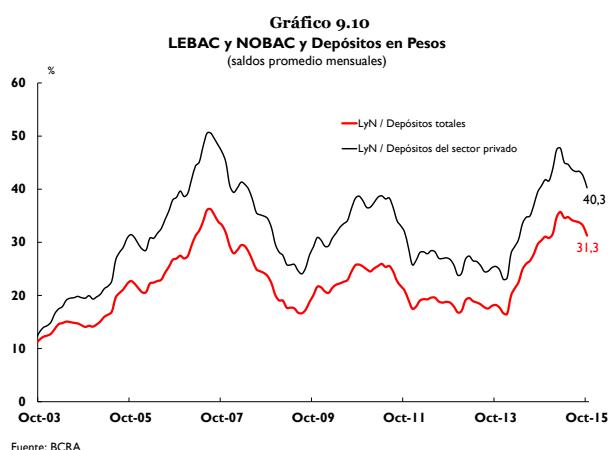
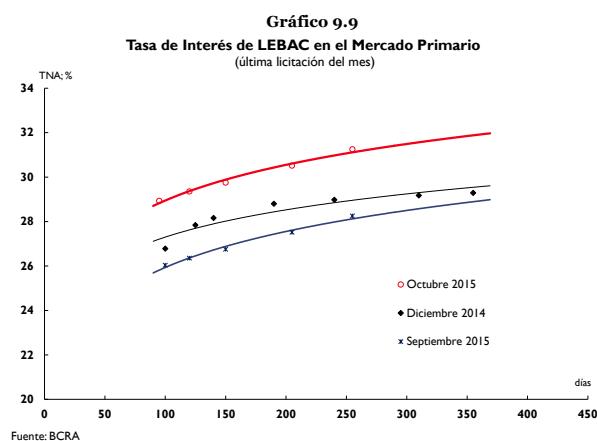


Tabla 9.1
Tasas de Interés de Pases Pasivos del BCRA en la Rueda REPO

Plazo	Desde			
	10-Ago-09	03-Oct-14	27-Jul-15	27-Oct-15
1 día	9,0	13	18	21
7 días	9,5	14	20	23

Fuente: BCRA

0,2-0,3% del total de los depósitos en pesos (ver gráfico 9.8).

Por último, tras el pago de los servicios correspondientes al vencimiento del BODEN 2015, la liquidez en moneda extranjera creció considerablemente durante octubre, alcanzando niveles similares a los de principios de 2014. Así, la liquidez se ubicó en un monto equivalente a 118,5% del total de depósitos en dólares, lo que representó un incremento cuatrimestral de 20,1 p.p. Esta suba estuvo explicada por el incremento de 14,7 p.p. en el saldo de cuentas corrientes de las entidades en el Banco Central y por el mayor saldo de LEBAC en dólares.

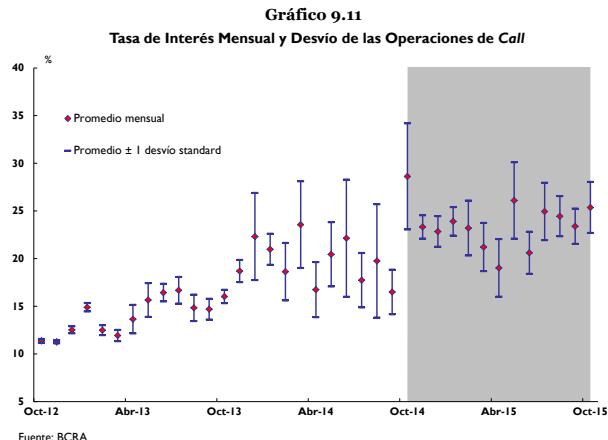
9.3 Tasas de Interés ⁹⁵

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

Durante el tercer trimestre, las tasas de interés de las Letras que el BCRA coloca en el mercado primario se mantuvieron estables. No obstante, a fines de octubre, el BCRA elevó en 3 p.p. las tasas de interés de las LEBAC a tasa predeterminada –a plazos de 90 días y 120 días– que se ubicaron en 28,93% y 29,35%, respectivamente; mientras que la tasa de interés de las especies adjudicadas con mayor madurez, a 252 días de plazo, se ubicó en 31,25%. De esta manera, las tasas de interés de las LEBAC, que habían disminuido levemente durante los primeros meses del año, finalizaron entre 1,5 p.p. y 2,3 p.p. por encima de los niveles prevalecientes a fines de 2014 (ver gráfico 9.9).

El monto adjudicado de LEBAC en el período julio-octubre de 2015 alcanzó un promedio de Valor Nominal (VN) \$48.000 millones mensuales. La mayor parte de las colocaciones fueron a plazos de entre 180 y 270 días. Al finalizar octubre, el saldo nominal en circulación de LEBAC en pesos se ubicó en alrededor de \$329.277 millones, un 3% inferior al registrado a fines de junio. De esta manera, el saldo de LEBAC en circulación (tanto en cartera de

⁹⁵ Las tasas de interés que se mencionan en esta subsección se refieren a Tasas Nominales Anuales (TNA).



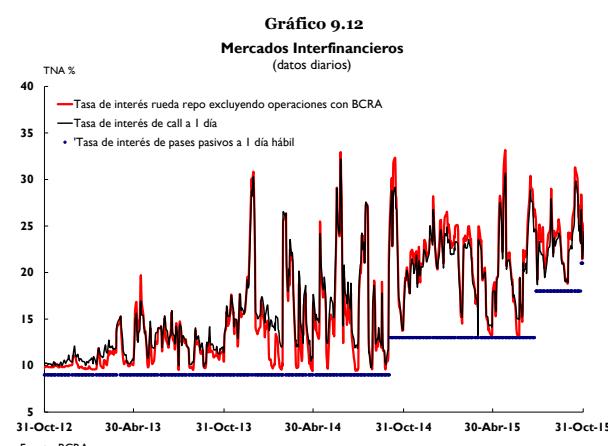
las entidades financieras como de otros tenedores) se ubica en aproximadamente 31% del total de los depósitos, alcanzando un ratio similar al del mismo período de 2007 (ver gráfico 9.10). La disminución en el saldo fue impulsada por la baja en las tenencias de entidades financieras, fundamentalmente privadas (ver subsección 9.2). También se observaron, en menor medida, caídas en las tenencias de las compañías de seguro, contrarrestando el aumento registrado por los fondos comunes de inversión.

Hacia fines de julio, el Banco Central había incrementado las tasas de interés de su corredor de pases entre 5 p.p y 7 p.p. y, el 27 de octubre pasado, volvió a aumentarlas, en este caso 3 p.p. adicionales (ver Tabla 9.1). Así, las tasas de interés de pases pasivos para el Banco Central para los plazos de 1 y 7 días pasaron a ubicarse en 21% y 23%, respectivamente. En tanto para los pases activos a un día de plazo la tasa de interés se ubica en 26%.

Al alinear las tasas de interés de los pases con la estructura de las tasas de interés del mercado, el Banco Central busca limitar la volatilidad de las tasas de interés del mercado interfinanciero ante cambios en los niveles de liquidez de corto plazo en las entidades, procurando así profundizar la estabilidad financiera.

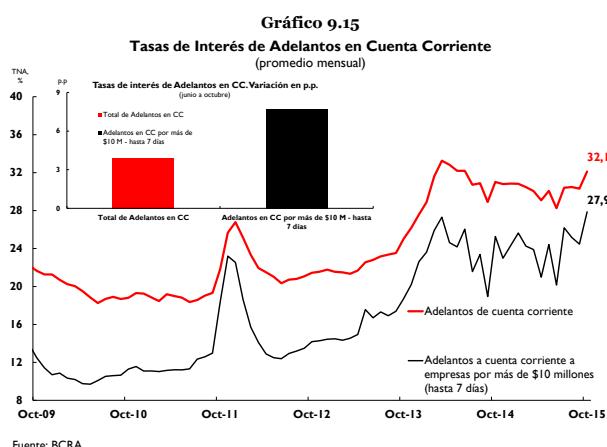
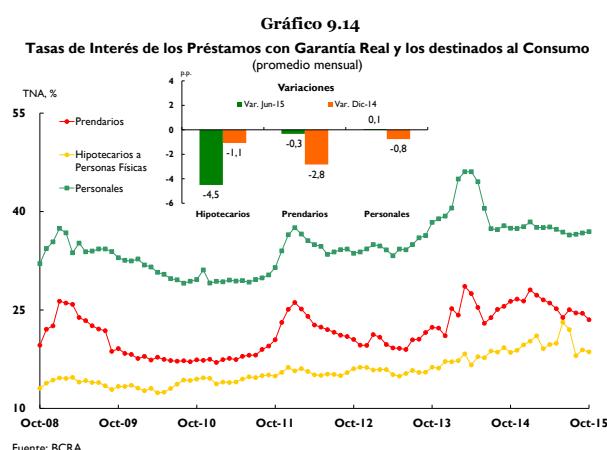
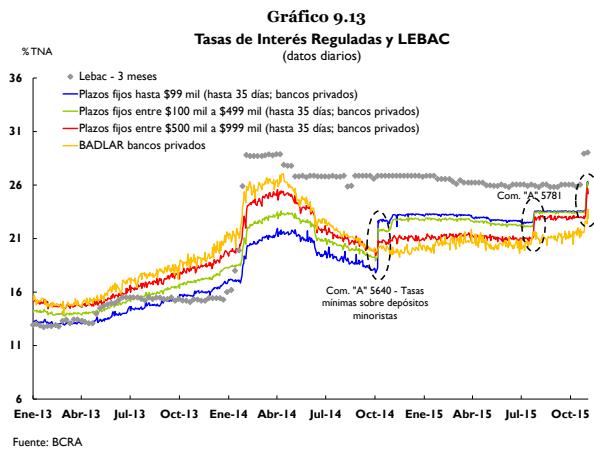
En este marco, durante octubre la tasa de interés de las operaciones a 1 día hábil en el mercado no garantizado (call) promedió 24,9% y en el mercado garantizado (rueda REPO) 26,2% (ver gráficos 9.11 y 9.12). El monto promedio diario negociado en octubre se ubicó en \$9.100 millones, frente a \$7.900 millones en junio.

Respecto a las tasas de interés pagadas por las entidades financieras, a partir de julio el BCRA amplió la cobertura del esquema de tasas de interés mínimas para los depósitos a plazo fijo⁹⁶, que se había establecido en octubre de 2014⁹⁷. El importe de los depósitos alcanzados por la medida se aumentó de \$350 mil hasta \$1 millón y, desde entonces, el límite abarca tanto a aquellos depósitos realizados por las personas físicas como por las jurídicas. Adicionalmente en julio dispuso aumentos de las tasas de interés mínimas (que son las mismas para las personas físicas y jurídicas). La nueva estructura de tasas de interés mínimas, además de contribuir a apuntalar la demanda de dinero, favorece los depó-



⁹⁶ Comunicación “A” 5781.

⁹⁷ Comunicación “A” 5640.



sitos a plazos más largos. En efecto, las tasas de interés mínimas para las colocaciones de 90 días o más toma desde entonces como referencia la tasa de interés de las LEBAC de 120 días, mientras que para los depósitos de hasta 89 días se continúa empleando como referencia la correspondiente a la LEBAC de 90 días. Finalmente, tras el aumento de las tasas de interés de las LEBAC ocurrido a fin de octubre, a partir de noviembre las tasas de interés para los ahorristas por colocaciones de 30 a 44 días de plazo se ubicaron por encima de 26,3% y las realizadas a 180 días o más, por encima de 29%.

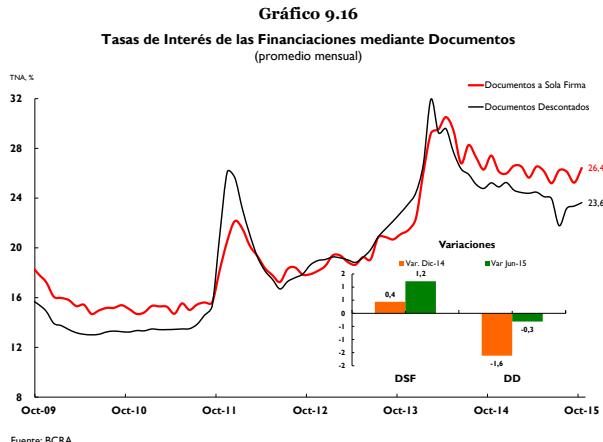
En este contexto, la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo hasta \$100 mil y hasta 35 días de plazo⁹⁸ fue de 23,5% en octubre, anotando un aumento de 0,9 p.p. desde junio de 2015 (ver gráfico 9.13). En los primeros días de noviembre registró un nuevo aumento de 2,5 p.p. para ubicarse en 26,3%. Así, desde principios de octubre de 2014 se incrementó casi 8 p.p., mejorando la rentabilidad de los ahorros en moneda doméstica del segmento minorista. Por su parte, los depósitos a plazo fijo de entre \$500 mil y \$999 mil y hasta 35 días de plazo, que anteriormente no estaban incluidos en la regulación de tasas mínimas, registraron un incremento mayor, de 2 p.p. en los primeros cuatro meses del segundo semestre, alcanzando en promedio una tasa de 23% en octubre. También esta tasa evidenció un nuevo aumento en los primeros días de noviembre, de 2,6 p.p., para ubicarse en 25,5% en promedio en lo que va del mes.

En el segmento mayorista, el promedio mensual de la BADLAR de bancos privados —tasa de interés por depósitos a plazo fijo de \$1 millón y más, de 30-35 días de plazo— se ubicó en 21,6% en octubre, 1,2 p.p. por encima del nivel de junio. A pesar de no estar alcanzadas la normativa del BCRA, igualmente estas tasas de interés registraron un aumento desde los últimos días de octubre, aunque de menor magnitud, 1,3 p.p. hasta ubicarse en 23% en promedio a principios de noviembre.

Con el objetivo de instaurar condiciones más favorables para el crédito a las familias, en junio de 2014 el Banco Central estableció tasas de interés máximas para los préstamos a las personas físicas, atando el costo de estos préstamos a la tasa de referencia que fija el Banco Central⁹⁹. Como estas tasas de interés

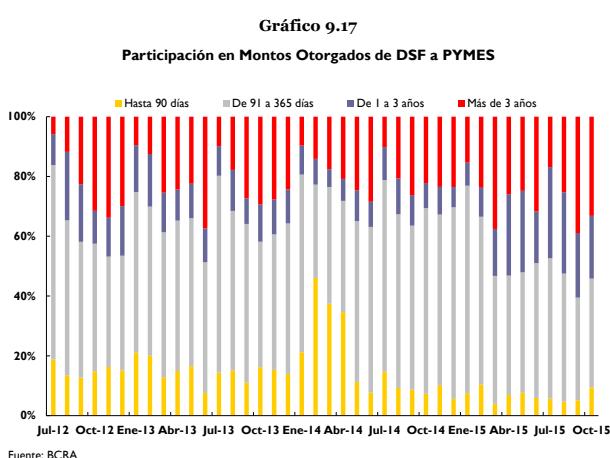
⁹⁸ De aquí en más se hace referencia a las tasas de interés promedio ponderadas de operaciones efectivamente pactadas.

⁹⁹ Mediante la Comunicación "A" 5590, se definieron dos grupos de entidades, cada uno de los cuales tiene distintas tasas de interés máximas, calculadas en base al producto de la tasa de interés de referencia (LEBAC) por un coeficiente que depende del tipo de financiación y entidad de que se trate. El grupo I está compuesto por las entidades financieras que operan como agentes financieros de los gobiernos en todos sus niveles y por aquellas que concentraron el 1% o más del total de depósitos del sector privado, mientras que el grupo II incluye a todas las entidades financieras no definidas en el I.



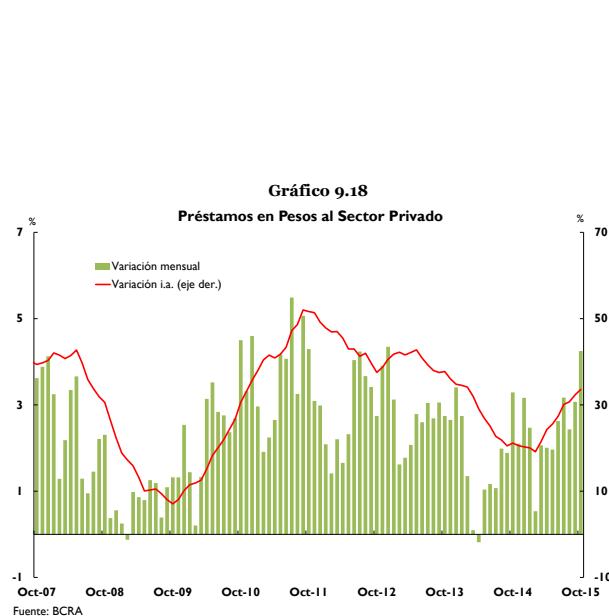
máximas operan con un rezago de dos meses respecto a la tasa de referencia, y se calculan sobre la base de promedios mensuales, al haber subido las tasas de referencia durante la última semana de octubre, recién en diciembre de 2015 los límites empezarán a dar cuenta de un ajuste parcial, con efecto pleno recién a partir de enero de 2016.

Así, las tasas de interés de los préstamos personales y prendarios se mantuvieron estables en el período julio-octubre de 2015. El promedio mensual de la tasa de interés de los préstamos personales se ubicó en 36,9% en octubre, acumulando un descenso de más de 0,8 p.p. respecto a diciembre y 7,6 p.p. por debajo de los niveles vigentes previos al establecimiento de los límites máximos. Para esta línea, las tasas de interés máximas vigentes en octubre fueron 37,6% para las entidades del grupo I y 46,7% para las del grupo II, mientras que en el caso de los préstamos con garantía prendaria dichas tasas de interés se ubicaron en 32,4% y 36,3%, respectivamente, más de 1 p.p. por debajo de los niveles de diciembre. En línea con estos descensos, también la tasa de interés de los préstamos prendarios se redujo respecto a diciembre 2,8 p.p., promediando 23,5% en octubre (ver gráfico 9.14).



Entre las líneas comerciales, la tasa de interés de los adelantos en cuenta corriente promedió 32,1% en octubre, mostrando un incremento respecto a junio de 3,9 p.p. Dentro de esta línea, los adelantos destinados a empresas por más de \$10 millones y hasta 7 días de plazo, que representan cerca de un 25% del total de los adelantos en cuenta corriente, promediaron 27,9%, mostrando un incremento respecto a junio de 7,7 p.p. Este aumento se explicó principalmente por los cambios en los niveles de liquidez de corto plazo en las entidades financieras, y la modificación de las tasas de referencia del Banco Central (LEBAC) y el corredor de pases hacia fines de octubre (ver gráfico 9.15).

La tasa de interés de los documentos a sola firma promedió 26,4% en octubre, mostrando un incremento de 1,2 p.p. respecto a junio y exhibiendo una caída de un 1 p.p. respecto al mismo mes del año anterior (ver gráfico 9.16). Parte de esta disminución interanual se debió a una mayor participación de los préstamos otorgados en el marco de la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP), que devengán tasas de interés relativamente más bajas (18%) y se negocian a mayores plazos (no menor a 36 meses, ver gráfico 9.17).

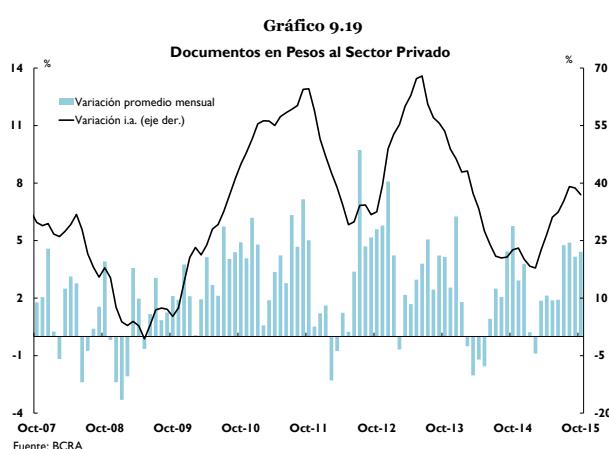


En tanto, el promedio mensual de la tasa de interés aplicada sobre el descuento de documentos fue de 23,6% en octubre, 0,3 p.p. por debajo de lo observado en junio.

Por su parte, la tasa de interés de los préstamos hipotecarios a personas físicas promedió 18,6% en octubre, acumulando una disminución en lo que va del segundo semestre a octubre de 4,5 p.p.

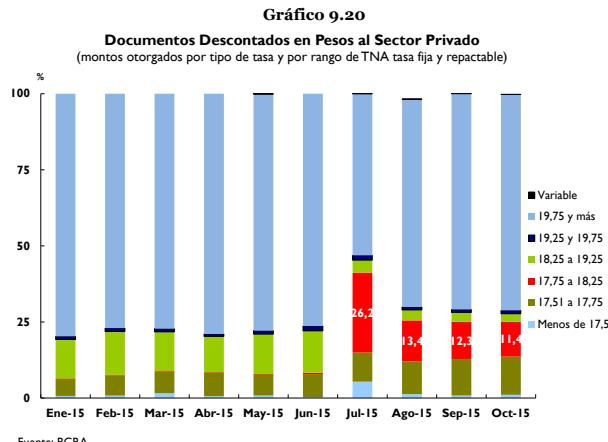
9.4 Políticas de Financiamiento Productivo y Crédito al Sector Privado ¹⁰⁰

Las políticas en marcha dirigidas a fomentar el crédito al sector productivo, junto con aquellas destinadas a promover el financiamiento en condiciones más favorables para las familias, continuaron favoreciendo el dinamismo de los préstamos al sector privado, que en lo que va del año vienen mostrando una aceleración en su ritmo de crecimiento pasando de un alza de 27,4% i.a. en junio a 33,6% i.a. en octubre (ver gráfico 9.18). En particular, en ese período presentaron un aumento de 13,4%, que resultó más de 5 p.p. superior al observado entre junio y octubre de 2014. Distinguiendo por línea de crédito, si bien todas registraron incrementos, continuaron destacándose los préstamos con destino esencialmente comercial y aquellos orientados a financiar el consumo de los hogares.



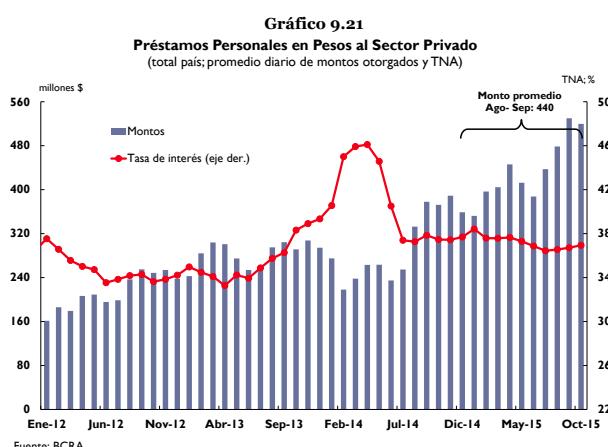
Entre las líneas que recibieron el impulso de los créditos acordados en el marco de la LCIP, las financiaciones instrumentadas mediante documentos acumularon en el período julio-octubre de 2015 un crecimiento cercano a 19,5%, elevando a casi 40% la variación interanual (ver gráfico 9.19). Específicamente en julio, las entidades financieras podían aplicar al descuento de cheques de pago diferido a Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMes) hasta un 25% del cupo establecido para el segundo semestre del año (que era de 35% para todo el semestre), lo que se tradujo en un aumento en el volumen operado de documentos descontados a tasas de interés cercanas a las de la LCIP (rango de 17,75% a 18,25%; ver gráfico 9.20). Adicionalmente, en septiembre las entidades financieras debían haber acordado financiaciones por al menos un 30% del cupo del semestre, requerimiento que impulsó, principalmente, el crecimiento de los documentos a sola firma.

¹⁰⁰ Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta subsección se encuentran ajustadas por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros que, si bien alteran los saldos contables, no afectan al financiamiento otorgado.



Siguiendo con las iniciativas orientadas a favorecer el crédito productivo, cabe mencionar que en septiembre el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas realizó la primera subasta en el marco del Programa de Competitividad de Economías Regionales (PROCER), que tiene como objetivo aumentar la productividad de un conjunto de cadenas de valor localizadas en las provincias extra pampeanas¹⁰¹ mediante préstamos, esencialmente a Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs), destinados a financiar proyectos de inversión y capital de trabajo. Los créditos se otorgan en pesos y a una tasa de interés fija, que surge de la licitación. Las entidades financieras deben indicar en cada subasta el *spread* máximo a aplicar por sobre la tasa a abonar por los fondos, que es de 9% para proyectos de inversión y de 13% para capital de trabajo. En esta primera subasta se adjudicaron \$60 millones y el *spread* de corte fue de 430 puntos básicos (p.b.).

Por su parte, las medidas dirigidas a limitar el costo del crédito para las familias incentivaron los préstamos personales, que presentaron un renovado dinamismo a partir de mediados de 2014 (ver gráfico 9.21). En el período julio-octubre de 2015 crecieron 13,5%, acumulando en los últimos 12 meses un aumento de alrededor de 36%. Por su parte, las financiaciones con tarjetas crecieron sostenidamente, con una suba de 16,4% en los últimos cuatro meses (54% i.a.). Cabe señalar que esta línea viene recibiendo el impulso del programa oficial “AHO-RA 12”, destinado a la promoción del consumo interno. Desde su implementación, en septiembre de 2014, las ventas canalizadas a través del programa totalizaron \$36.000 millones aproximadamente¹⁰².



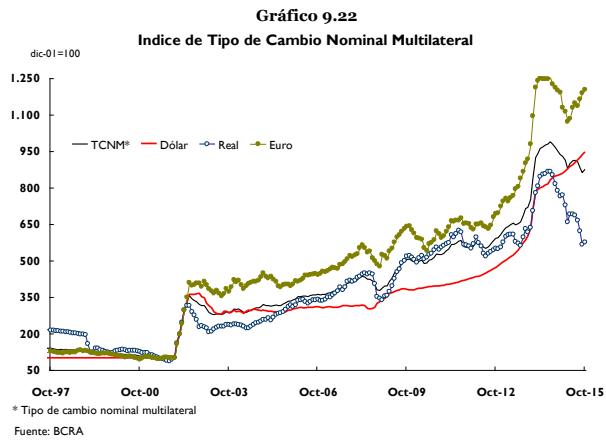
Finalmente, los préstamos en moneda extranjera al sector privado presentaron una disminución de 16% (-US\$725 millones) en el período julio-octubre de 2015, revirtiendo parcialmente el crecimiento observado en el primer semestre del año. Así, el saldo promedio mensual de estas financiaciones se ubicó en alrededor de US\$3.700 millones en el último mes.

9.5 Reservas internacionales y Mercado Cambiario

Las reservas internacionales totalizaron a fin de octubre US\$26.970 millones. De esta manera, en el período julio-octubre de 2015 presentaron una disminución de US\$6.882 millones, que estuvo mayorita-

¹⁰¹ Se excluyen de las provincias de Buenos Aires, Córdoba y Santa Fe y a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

¹⁰² Información del Ministerio de Industria: <http://www.industria.gob.ar/mas-de-36-000-millones-en-ventas-a-traves-de-ahora-12/>



riamente explicada por el pago del capital e intereses del BODEN 2015, vencimiento que resultó uno de los mayores de las últimas dos décadas. De esta forma las reservas internacionales se ubicaron en un nivel equivalente al que existía un año atrás.

En el período julio-octubre de 2015, el peso continuó depreciándose moderadamente respecto al dólar estadounidense. La cotización promedio de octubre fue \$9,49/US\$, 4,9% mayor a la de junio, con un aumento promedio mensual del orden de 1,2% similar al que se viene registrando en los últimos meses. En tanto, respecto a los principales socios comerciales, el peso se apreció en el cuatrimestre, fundamentalmente por la depreciación del Real brasileño respecto del dólar. De esta manera, se observó que el Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral se redujo desde junio 4,1% (ver gráfico 9.22).

Glosario de Abreviaturas y Siglas

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

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas	OEDE: Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial
IPC Nacional: Índice de Precios al Consumidor Nacional	OECD: Organización y Cooperación para el Desarrollo Económico
IPC GBA: Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires	OFEPHI: Organización Federal de los Estados Productores de Hidrocarburos
IPC Nu: Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano	OIT: Organización Internacional del trabajo
IPI: Índice de Precios Implícitos	OMA: operaciones de mercado abierto
IPIB: Índice de Precios Internos Básicos	ON: Obligaciones Negociables
IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor	ON RRP: Overnight Reverse Repurchase Agreement Operations
IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas	ONU: Organización de las Naciones Unidas
IPP: Índice de Precios al Productor	OPEP: Países Exportadores de Petróleo
ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción	p.b.: Puntos básicos
ISM: <i>Institute for supply management</i> (índice de perspectivas los gerentes de compras en el sector manufacturero)	p.p.: Puntos porcentuales
ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos	p: Proyectado
IVA DGA: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas	PAMI: Obra Social para Jubilados y Pensionados
IVA: Impuesto al Valor Agregado	PEA: Población Económicamente Activa
kg: Kilogramo	PIB: Producto Interno Bruto
LCIP: Línea de Créditos para la Inversión Productiva	PII: Posición de inversión internacional
LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)	PMI: <i>Purchasing Managers' Index</i>
LTRO: <i>Long Term Refinancing Operation</i>	PP: Productos primarios
MAE: Mercado Abierto Electrónico	PROCER: Programa de Competitividad de Economías Regionales
M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	PROCLEAR: Programa de Crédito Argentino
M3*: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$	PROCREAUTO: Plan oficial para financiar la compra de vehículos
M3: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$	PROGRESAR: Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina
MAGyP: Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca	Prom. móv.: Promedio móvil
MATBA: Mercado a Término de Buenos Aires	Prom.: Promedio
Mbd: Millones de barriles por día	PyMEs: Pequeñas y Medianas Empresas
MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires	P5+1: Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas (Estados Unidos, Francia, China, Rusia y Reino Unido) más Alemania
mill.: Millones	R\$: <i>Real</i>
Min.: Ministerio	REPO: <i>Repurchase Agreement</i> (Operación de Recompra)
MIPyMEs: Micro, Pequeñas y Medianas Empresas	RIPTE: Remuneraciones Imponibles Promedio de los Trabajadores Estables
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario	ROFEX: Mercado a Término de Rosario
MOI: Manufacturas de Origen Industrial	Rueda REPO: Tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil entre entidades financieras en el mercado garantizado
MRO: <i>Main Refinancing Operations</i>	S.A: Sociedad Anónima
MSCI: <i>Morgan Stanley Capital International Index</i>	s.e.: Serie sin estacionalidad
MTySS: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social	SAC: Sueldo Anual Complementario
NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)	SEDLAC: <i>Socio-Economic Database for Latin America and the Caribbean</i>
	Seg.: Seguridad
	SELIC: Sistema <i>Especial de Liquidação e Custódia</i> (Tasa de referencia de Brasil)

SENASA: Servicio Nacional de Sanidad y Calidad Agroalimentaria

SIPA: Sistema Integrado Previsional Argentino

SMVM: Salario mínimo vital y móvil

SPNF: Sector Público Nacional no Financiero

SSN: Superintendencia de Seguros de la Nación

TCNM: Tipo de Cambio Nominal Multilateral

TFF: Tasa de interés de los Fondos Federales

tn.: Tonelada

TN: Tesoro Nacional

TNA: Tasa Nominal Anual

Trim.: Trimestral / Trimestre

UE: Unión Europea

UOCRA: Unión Obrera de la Construcción de la República Argentina

US\$: Dólares Americanos

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

UTEDyC: Unión de Trabajadores de Entidades Deportivas y Civiles

VAD: Valor Agregado Doméstico

VAD: Valor Agregado Extranjero

Var.: Variación

VN: Valor Nominal

VNO: Valor Nominal original

Vol.: Volumen

WTI: *West Texas Intermediate*

YPF SA: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Sociedad Anónima

ZLB: *Zero Lower Band* (restricción de no negatividad)