



MINISTERIO DE
ECONOMIA
Y FINANZAS PÚBLICAS

INFORME ECONÓMICO

Primer Trimestre 2011

MINISTERIO DE ECONOMÍA
Y FINANZAS PÚBLICAS

Secretaría de Política Económica
Subsecretaría de Programación Económica

REPÚBLICA ARGENTINA

**EL INFORME ECONÓMICO ES UNA PUBLICACIÓN EDITADA POR
LA SUBSECRETARÍA DE PROGRAMACIÓN ECONÓMICA.**

Elaborado en la Dirección Nacional de Programación Macroeconómica por las Direcciones de Información y Coyuntura a cargo de Pablo Mira y Modelos y Proyecciones, a cargo de Diego Herrero.

El Capítulo de Coyuntura Regional fue elaborado por la Dirección de Información y Análisis Sectorial a cargo de Juan Pablo Dicovski y la Dirección de Información y Análisis Regional a cargo de Ariel Filadoro.

Este ejemplar N° 75 ha sido editado en el mes de Agosto de 2011

Autoridades

Ministro de Economía y Finanzas Públicas

Lic. Amado Boudou

Secretario de Política Económica

C.P. Roberto Feletti

Subsecretario de Programación Económica

Lic. Antonio Mezmezian

Presidenta

Dra. Cristina Fernández de Kirchner

Ministro de Economía y Finanzas Públicas

Lic. Amado Boudou

Secretario de Política Económica

C.P. Roberto Feletti

Secretario de Comercio Interior

Lic. Guillermo Moreno

Secretario de Finanzas

Dr. Hernán Gaspar Lorenzino

Secretario de Hacienda

Sr. Juan Carlos Pezoa

Secretario Legal

Dr. Andrés Iturrieta

Índice

Introducción	9
La Economía Argentina en el Primer Trimestre de 2011	11
Notas Técnicas del Informe Económico Trimestral	13
Panorama Internacional	15
Principales Indicadores	20
Nota Técnica: Situación Patrimonial de los Hogares de EE.UU. y QE2	21
Nivel de Actividad	33
Principales Indicadores	38
Empleo e Ingresos	39
Principales Indicadores	43
Finanzas Públicas	45
Principales Indicadores	50
Nota Técnica: Deuda Pública Argentina: Del Endeudamiento a la Sostenibilidad	51
Precios	65
Principales Indicadores	70
Nota Técnica: ¿Existe una “Burbuja Especulativa” en el Sector Inmobiliario Argentino?	71
Sector Externo	81
Principales Indicadores	86
Dinero y Bancos	87
Principales Indicadores	91
Coyuntura Regional	93
Principales Indicadores	98
Nota Técnica: Nuevos Mercados en Exportaciones Regionales	99

Estimados lectores:

Este **Informe Económico Trimestral** elaborado por la **Subsecretaría de Programación Económica** está compuesto por las secciones tradicionales (Panorama Internacional, Nivel de Actividad, Empleo e Ingresos, Finanzas Públicas, Precios, Sector Externo y Dinero y Bancos) y cuenta con el agregado de una nueva sección: Coyuntura Regional.

Este nuevo capítulo del IET, que como los otros, cuenta con su respectiva Nota Técnica, se enmarca en los esfuerzos del área por construir una mirada conjunta de la economía nacional en base a la condensación del seguimiento de la coyuntura por parte tanto de la Dirección Nacional de Programación Económica como de la Dirección Nacional de Programación Económica Regional. La sección de Coyuntura Regional procura facilitar un examen sucinto de las cinco regiones del país -Centro y Buenos Aires, NEA, NOA, Nuevo Cuyo y Patagonia- mediante el seguimiento de algunas variables que permiten conocer el desenvolvimiento socio económico presente en cada una de las zonas especificadas.

Adicionalmente, esta flamante sección presenta una novedad absoluta: el **Indicador Sintético de Actividad Regional (ISAR)** que está siendo construido por nuestra área de trabajo en un esfuerzo por contar con más y mejores aproximaciones a la coyuntura económica de todo el espacio nacional, con la necesaria -pero no siempre sencilla de lograr- mirada más específica sobre el territorio. El ISAR se nutre de un conjunto de datos de rápida disponibilidad de producción, demanda, empleo, finanzas, fiscales y exportaciones para las provincias que conforman la regionalización especificada, a precios constantes y de frecuencia trimestral. Una versión más amplia del ISAR será publicada periódicamente en el Informe de Coyuntura Económica Regional.

Desde la Subsecretaría de Programación Económica esperamos que estas novedades constituyan un aporte a la comprensión de los fenómenos económicos y sociales de nuestro país, mejorando la capacidad de análisis, diagnóstico y toma de decisiones y profundizando la construcción de visiones rigurosas sobre el rico proceso de transformación de la Nación del que todos somos parte.

Antonio Mezmezián

Subsecretario de Programación Económica
Secretaría de Política Económica

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS PÚBLICAS DE LA NACIÓN

Introducción

La Economía Argentina en el Primer Trimestre de 2011

Durante el primer trimestre de 2011 la dinámica de crecimiento mundial se vio afectada por la ocurrencia de dos hechos puntuales de marcada relevancia. Por un lado, durante febrero, el conflicto armado en Libia y su generalización a otros países del Magreb tensionó el mercado mundial de petróleo con alzas de precios y amenazas en la producción. Por otro lado, el terremoto que azotó a Japón durante el mes de marzo derrumbó la producción industrial e interrumpió las cadenas de suministros de insumos y la actividad económica en otros países del mundo.

En los Estados Unidos el crecimiento se desaceleró en los primeros tres meses del año por el escaso dinamismo del consumo privado y de las exportaciones netas, a lo que se sumó la fuerte contracción del consumo público en línea con el ajuste fiscal impulsado por la administración central. En este contexto, y pese a que la tasa de desempleo se mantuvo en tasas históricamente altas, se ha manifestado preocupación de parte de las autoridades respecto de la aceleración en las tasas de inflación, lo que sugiere que la etapa de políticas expansivas para lidiar con la crisis estaría llegando a su fin.

Europa mantiene una dinámica de crecimiento altamente heterogénea y financieramente inestable lo que induce una creciente incertidumbre respecto de la sostenibilidad de la recuperación económica. Alemania y en segundo lugar Francia impulsan el crecimiento de la Eurozona, mientras que España e Italia mostraron crecimientos mediocres. Irlanda no logró crecer, y Portugal y Grecia registraron caídas en el producto. La creciente incertidumbre respecto de la capacidad de pago de estos últimos países generó diferentes instancias de negociación entre los líderes de los países de la Unión Europea, aunque la solución definitiva al problema de la deuda parece todavía lejos de lograrse. Al igual que en el caso de EEUU, la aceleración en los precios al consumidor observada en la región y la preocupación mostrada por las autoridades del Banco

Central Europeo respecto de esta dinámica parece indicar que, aunque aún no existan signos evidentes de recuperación sostenida, las políticas anticíclicas se han agotado.

En contraste con las bajas tasas de crecimiento observadas en los países desarrollados, las economías emergentes mantuvieron ritmos de crecimiento elevados, aunque en algunos casos se registraron indicios de desaceleración en la tasa de expansión del producto. Destaca el caso de Brasil, que desaceleró rápidamente su crecimiento respecto de lo observado en los trimestres pasados, en un contexto en el que las nuevas autoridades indicaron que ante la presencia de presiones inflacionarias se sostendría el sesgo contractivo de las políticas monetarias y fiscales. Contrariamente, Chile, Perú y Uruguay sostuvieron sólidas tasas de crecimiento sin signos evidentes de desaceleración. En igual sentido, se sostuvo el alto crecimiento de la región asiática en general y de China en particular.

En este dispar contexto internacional, se consolidó el elevado ritmo de crecimiento de la economía nacional con un crecimiento anual del PIB de 9,9% durante el primer trimestre del año. Este dinamismo estuvo apuntalado por el crecimiento del mercado interno, lo que se tradujo en un importante aporte positivo de la inversión, fundamentalmente la de equipo durable, y el consumo privado.

Por el lado de la oferta agregada se destacó la contribución expansiva de los sectores productores de bienes. En particular, resalta el fuerte crecimiento de la industria manufacturera (impulsada por autos, metalmecánica y alimentos y bebidas), la construcción y la producción agropecuaria. Nuevamente, en el sector servicios los de mayor dinamismo fueron los asociados con la producción de bienes. En efecto, eso es lo que sucedió en comercio (sostenido por un elevado nivel de ventas en supermercados y centros de compras), intermediación financiera (impulsada

por el aumento de los créditos comerciales) y transporte.

En el frente externo, la Cuenta Corriente del Balance de Pagos resultó con un saldo levemente deficitario en el primer trimestre de 2011, determinado por un resultado positivo de la balanza comercial -con fuerte dinamismo tanto en las exportaciones como las importaciones-, más un mayor devengamiento de utilidades y dividendos remitidas por las firmas no residentes. La Cuenta Capital y Financiera marcó un resultado prácticamente equilibrado, en el cual los pagos de deuda del sector público no financiero fueron levemente negativos, y el sector privado exhibió un resultado equilibrado. De este modo, el saldo de reservas internacionales se contrajo ligeramente durante los primeros meses del año, aunque el acervo total se mantiene de todos modos cerca de máximos históricos garantizando la estabilidad financiera y la estabilidad del tipo de cambio nominal.

La buena performance de la economía se tradujo en nuevas mejoras en el mercado de trabajo, con crecimiento anual en la tasa de empleo y caídas en la tasa de desempleo y subempleo horario. Diferentes indicadores dan cuenta de mejoras en la calidad del empleo: por ejemplo, durante el primer trimestre del año crecieron las ocupaciones asalariadas y cayó el porcentaje de asalariados no registrados. De acuerdo a información del SIPA, entre los primeros tres meses de 2011 e igual período de 2010 se crearon 256 mil puestos de trabajo registrados, con un fuerte impulso en los sectores productores de bienes. Las mejoras del mercado de trabajo fueron acompañadas por un elevado dinamismo en los ingresos de los trabajadores. El índice de salarios creció en el primer trimestre un 26% anual, con aumentos nominales superiores al 20% anual en todos sus componentes, mientras que el empleo formal exhibió un aumento de casi 30% anual en las remuneraciones totales del sector privado. La dinámica del mercado de trabajo y las políticas sociales permitieron seguir mejorando la distribución del ingreso tanto entre personas como entre hogares.

El contexto de crecimiento económico, creación de empleo y mejoras en la distribución del ingreso estuvo acompañado por un fortalecimiento en la posición de las cuentas públicas. En efecto, en el primer trimestre del año los ingresos fiscales crecieron por encima de los gastos totales y primarios por lo que tanto el superávit primario como el financiero mejoraron su posición respecto de los primeros tres meses de 2010 y en el acumulado doce meses el superávit primario fue de 1,8% del PIB, mientras que el financiero se ubicó en 0,3%. El crecimiento de los ingresos fiscales fue apuntalado por el elevado dinamismo del mercado interno y de las importaciones. Por el lado de los gastos, el mayor impulso provino de las transferencias corrientes al sector privado, aunque esta partida mostró una leve desaceleración en el trimestre.

El robusto crecimiento interno en un contexto fiscal equilibrado contribuyó a que la Formación de Activos Externos del sector privado se desacelerara durante el primer trimestre del año respecto de igual período del año anterior. La disponibilidad de divisas dio espacio para un manejo prudencial del Tipo de Cambio Nominal por parte de la autoridad monetaria, con un ritmo de devaluación nominal en este trimestre similar al observado durante los primeros meses de 2010. Las compras netas de divisas por parte del BCRA fueron el principal factor que impulsó el crecimiento de la Base Monetaria durante el trimestre, aunque en línea con su dinámica estacional, las adjudicaciones netas de Letras y Notas y la constitución de Pases por parte de las entidades financieras indujeron una caída en la base. La estabilidad financiera dinamizó el crecimiento de la intermediación por parte de los bancos, teniendo en cuenta que los depósitos crecieron impulsados por las colocaciones a plazo privadas, al tiempo que el crédito aceleró su ritmo de crecimiento, en gran medida por el aumento de las líneas comerciales. Por su parte, el BCRA mantuvo la política de preservar el equilibrio en el mercado de dinero con un nuevo cumplimiento en las metas del Programa Monetario.

Notas Técnicas del Informe Económico Trimestral

Panorama Internacional:

SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LOS HOGARES DE EE.UU. Y QE2

Esta Nota Técnica analiza la evolución de la hoja de balance de los hogares de EE.UU. desde los años que precedieron a la crisis subprime hasta la actualidad. Se estudia la importancia de la situación patrimonial de los hogares en el consumo privado y el impacto diferencial de la política monetaria sobre la riqueza vinculada a inmuebles y a los mercados bursátiles, sobre todo en el marco de la segunda ronda de expansión cuantitativa implementada por la Fed. Se concluye que la recuperación atribuible al aumento en el precio de las acciones es todavía incipiente, y propensa a fuertes y abruptas reversiones.

Finanzas Públicas:

DEUDA PÚBLICA ARGENTINA: DEL ENDEUDAMIENTO A LA SOSTENIBILIDAD

En esta Nota Técnica se realiza una revisión de la evolución de la deuda pública argentina desde 1980 hasta la actualidad, poniendo especial atención sobre la cambiante percepción sobre la sostenibilidad de dicho endeudamiento. Luego se realiza un análisis econométrico de sostenibilidad de la deuda que permite concluir que de mantenerse la actual relación entre ingresos y gastos del sector público, la deuda sería sostenible.

Precios:

¿EXISTE UNA “BURBUJA ESPECULATIVA” EN EL SECTOR INMOBILIARIO ARGENTINO?

Esta Nota Técnica evalúa, a la luz de la experiencia internacional y los desarrollos locales recientes, la posibilidad de que en el mercado inmobiliario doméstico se esté desarrollando una burbuja especulativa. Se concluye que esto no está ocurriendo, ya que el proceso de suba de precios inmobiliarios se dio junto a un sostenimiento del ahorro nacional que no ha contribuido a crear un gasto de consumo que volviese insostenible la cuenta corriente.

Coyuntura Regional:

NUEVOS MERCADOS EN EXPORTACIONES REGIONALES

La Nota Técnica incluida en el capítulo Regional del IET presenta un detallado análisis respecto del desempeño de las principales regiones y complejos productivos argentinos en materia de descubrimiento, desarrollo y consolidación de mercados de exportación. El trabajo ofrece evidencia respecto de los aportes realizados por cada una de las regiones del país al proceso de diversificación de exportaciones tanto en el plano productivo como geográfico. Se destacan en particular los buenos resultados de las regiones Centro y NEA, así también como la importancia de los productos vinculados a la explotación de recursos naturales en la conquista de nuevos mercados.

Panorama Internacional

Panorama Internacional

Durante el primer trimestre de 2011 el desempeño económico mantuvo cierta continuidad respecto del trimestre anterior. Se produjeron dos hechos puntuales de marcada relevancia. En primer lugar, el conflicto político en Libia y otros países de Medio Oriente durante el mes de febrero puso en riesgo a la producción de crudo, disparando el precio del petróleo y por ende la inflación a nivel internacional. En segundo lugar, el terremoto en Japón a principios de marzo tuvo, en términos económicos, un fortísimo impacto sobre la producción industrial que cayó 12,8% i.a. sólo en ese mes. El terremoto también afectó la producción de las empresas japonesas ubicadas fuera del país, en tanto interrumpió las cadenas de suministros de insumos y a la actividad económica en otros países del mundo.

En relación a la economía norteamericana, continuó la desaceleración del crecimiento: la tasa anualizada para I.11 se ubicó en 1,9% mientras que en el trimestre anterior había alcanzado el 3,1%. Se redujo el aporte del consumo y de las exportaciones netas sobre la expansión económica (el primero contribuyó en 1,5 p.p. al crecimiento, mientras que en el trimestre anterior lo había hecho en 2,8 p.p. y las exportaciones netas aportaron sólo 0,14 p.p.) al tiempo que se dio una contracción aún mayor del consumo público (el ajuste del gasto fiscal restó 1,2 p.p. del crecimiento del PIB). Por su parte, la variación de inventarios registró nuevamente una contribución positiva al aumento del PIB generando una base más inestable, dado que además se desaceleró el consumo que representa el 70% de la economía estadounidense.

Bajo ese contexto de evidente estancamiento del crecimiento, el desempleo se mantuvo en tasas históricamente altas alcanzando un promedio de 8,9% en el primer trimestre del año. No obstante, cabe notar que en relación al trimestre anterior la desocupación se contrajo 0,7 p.p.

Por otra parte, empezaron a crecer las preocupaciones del Gobierno y de la FED sobre las presiones inflacionarias. El Índice de Precios al Consumidor registró un incremento de 2,1% i.a. en el primer trimestre del año, mientras que en igual período del año anterior solo aumentó 1,3%. Esa aceleración inflacionaria se explica en parte por el incremento del precio del petróleo y de otras *commodities* industriales asociado a la crisis en Medio Oriente.

En síntesis, Estados Unidos está saliendo lentamente de la crisis evidenciando todavía algunos datos preocupantes como una alta tasa de desempleo y en particular, una persistente tendencia al estancamiento. Sin embargo, el Gobierno no consideraría necesario continuar aplicando paquetes de estímulo fiscal para lograr una mejora en el empleo.

En relación a la situación en Europa se mantuvo el repunte del crecimiento económico que había empezado en los últimos trimestres del año anterior. La recuperación de los países que integran la Unión Europea continúa siendo muy dispar: Alemania es el motor de la región mientras que los PIIGS no logran resolver las crisis de deuda y siguen inmersos en una serie de ajustes económicos para poder acceder a los créditos de la UE y el FMI.

El incremento del PIB de la Eurozona en el primer trimestre del año fue 2,5% i.a., mientras que había sido 1,9% a fines de 2010. Uno de los principales motores de la región fue Alemania, donde el PIB aumentó 4,8%, y le siguió Francia, donde el PIB creció 2,2% frente a 1,4% i.a. en IV.10. También tuvieron un crecimiento destacado las economías de Estonia y Lituania: 8,6% y 6,8% respectivamente.

Como contracara de la expansión de los principales países de la Zona Euro, se advierte el estancamiento de los países de la periferia: en Irlanda el crecimiento fue nulo por segundo trimestre consecutivo, el crecimiento del PIB

de España se aceleró levemente con un incremento del 0,8% en I.11 frente a 0,6% i.a. en IV.10, en Italia el PIB creció 1% i.a. evidenciando una desaceleración de 0,5 p.p, en Portugal hubo una caída del PIB de 0,6% y en Grecia continúa la recesión que ya alcanza a nueve trimestres; no obstante la caída experimentada en este trimestre (5,5% i.a.) fue menor que la del trimestre anterior (7,4%).

Por otra parte, también en la Zona Euro aumentó la preocupación por el surgimiento de presiones inflacionarias ante el aumento de los precios internos como consecuencia de la suba del precio del petróleo y de otras *commodities*. El índice de Precios al Consumidor aumentó de 2,5% i.a. en el primer trimestre del año contra un crecimiento de 2% en el último trimestre de 2010.

Resumiendo, la periferia europea continuó siendo un foco de incertidumbre e inestabilidad financiera que amenaza a la continuidad del Euro. Ante la imposibilidad tranquilizar a los mercados a través los sucesivos rescates financieros, la UE comenzó a discutir la posibilidad de expandir el Fondo de Estabilidad Financiera creado en mayo de 2010. Ese Fondo alcanza € 750.000 millones pero para mantener el máximo *rating* otorgado por las calificadoras de riesgo, la capacidad efectiva se reduce a € 250.000 millones. La UE comenzó a discutir la posibilidad de ampliar el Fondo pero no pudo llegar a un acuerdo y debió retrasar la resolución hasta el mes de junio. Por otra parte, ante el incremento de la tasa de interés de los préstamos a Portugal, la UE y el FMI comenzaron a delinear un plan de rescate, que sería el tercero que recibiría la región luego de la crisis.

Las naciones emergentes mantuvieron un sólido crecimiento en comparación con los países avanzados. No obstante se observa cierta desaceleración en el ritmo de crecimiento a la vez que surgen presiones inflacionarias también en esta región.

Brasil inauguró el 2011 con un nuevo Gobierno bajo la asunción de Dilma Rousseff. Se es-

pera que haya una continuidad en la política económica respecto del mandato anterior de Lula da Silva.

La economía brasileña continuó registrando una desaceleración del crecimiento. En el primer trimestre del año, el PIB aumentó 4,2% i.a. mientras que había crecido 5% i.a. en el último trimestre y 9,3% i.a. el primer trimestre de 2010. El consumo privado registró una marcada desaceleración ya que aumentó 5,9% i.a. contra un 7,5% i.a. en el último trimestre del año anterior. La inversión y las exportaciones también aminoraron su ritmo de crecimiento: 8,8% en I.11 frente a 12,3% en IV.10 y 4,3% en I.11 frente a 13,5% en IV.10, respectivamente.

Por otra parte, las presiones inflacionarias continuaron siendo una preocupación para el Gobierno ya que los precios aumentaron 6,4% en el primer trimestre contra 6,0% en el trimestre anterior. En respuesta a esa tendencia, el Banco Central endureció su política monetaria incrementando la tasa Selic 0,65 p.p. (pasó de 10,75% en IV.10 a 11,4% en I.11).

Por su parte, Chile registró una fuerte expansión del PIB en el primer trimestre del año. Alcanzó un crecimiento de 9,6% contra uno de 5,8% en el trimestre anterior. No obstante cabe aclarar que esa aceleración resulta en parte de la baja base de comparación, ya que en I.10 Chile había sufrido uno de los peores terremotos de su historia que tuvo un fuerte impacto en la economía. Por último, cabe destacar el fuerte crecimiento de las economías de Perú y Uruguay que llegó a 7,7% y 6,8% i.a., respectivamente.

Finalmente, en relación a los países asiáticos, se sigue observando un crecimiento sostenido con excepción del caso de Japón. Ese país lógicamente registró una caída del PIB, de 1% i.a. En el último trimestre de 2010 la economía había crecido 2,2% i.a. El terremoto tuvo un fuerte impacto en la producción industrial, que se desplomó en marzo. Los daños ocasionados en los puentes, carreteras, puertos y edificios promedian el 3,5% del PIB, sin tener en cuen-

ta el costo de la caída en la actividad como consecuencia del daño en la central atómica Fukushima.

Por su parte, China experimentó una muy leve desaceleración del crecimiento alcanzando una tasa de 9,7% i.a. que es 0,1 p.p. menor a

la del trimestre anterior. En realidad preocupa al Gobierno chino la posibilidad de un sobrecalentamiento de la economía y por esa razón aplicó una serie de medidas contractivas. En cuanto a la inflación doméstica, registró una aceleración al pasar de una tasa de aumento del 4,7% en IV.10 a una del 5,1% en I.11.

PRINCIPALES INDICADORES DE PANORAMA INTERNACIONAL

	2004-2007	2008	I 09	II 09	III 09	IV 09	I 10	II 10	III 10	IV 10	I 11
1 CRECIMIENTO ECONÓMICO											
Variación Porcentual Anual											
Economías Desarrolladas											
Estados Unidos		0,4		-4,1		0,2		3,0		2,7	
Eurozona		0,7		-4,8		-2,1		1,9		2,0	
Alemania		1,3		-5,5		-2,0		3,9		4,0	
Francia		0,4		-3,1		-0,5		1,6		1,5	
Japón		-0,7		-7,0		-1,5		3,2		2,2	
Otras											
China		9,0		7,9		10,7		10,3		9,8	
India		7,5		6,0		6,5		8,8		8,2	
Rusia		5,6		-11,2		-2,6		5,0		4,5	
América Latina											
Brasil		5,1		-1,6		4,3		8,8		5,0	
Chile		3,7		-4,2		2,2		6,4		5,8	
Colombia		2,5		0,7		3,0		4,7		4,8	
Perú		10,0		-2,4		5,2		12,0		9,1	
Uruguay		8,9		-0,1		3,7		10,3		6,5	
Venezuela		4,9		-2,8		-6,1		-1,9		0,4	
2 PRECIOS AL CONSUMIDOR											
Variación Porcentual Anual											
Estados Unidos											
Estados Unidos		3,9		-1,1		1,5		1,8		1,3	
Eurozona											
Eurozona		3,3		0,2		0,4		1,5		2,0	
Alemania		2,8		0,3		0,3		1,0		1,6	
Francia		3,2		-0,5		0,9		1,5		1,8	
Japón		1,4		-1,8		-1,7		-0,7		0,0	
Otras											
China		5,9		-1,5		0,7		2,9		4,7	
India		8,3		8,9		13,3		13,7		9,2	
Rusia		14,1		11,9		8,8		5,8		8,8	
América Latina											
Brasil		5,7		5,2		4,2		5,2		6,0	
Chile		8,7		4,5		-1,3		1,2		2,5	
Colombia		7,0		3,8		2,0		2,3		3,2	
Perú		5,8		3,1		0,3		1,6		2,1	
Uruguay		7,9		6,5		5,9		6,2		6,9	
Venezuela		31,2		27,4		26,9		31,8		27,4	
3 PRECIOS DE COMMODITIES											
En dólares											
Petróleo		97		59		76		78		86	
Soja		453		414		368		352		457	
Trigo		326		248		205		178		284	
Maíz		223		176		168		158		241	
Oro		906		922		1.101		1.197		1.370	
4 TASAS DE INTERÉS											
Nominal Anual											
LIBOR		3,1		1,8		1,1		1,1		0,8	
Fed Funds		1,9		0,3		0,3		0,3		0,3	
Tasa Oficial del Banco Central Europeo		3,9		1,1		1,0		1,0		1,0	
SELIC		12,5		9,9		8,8		9,8		10,8	
5 TIPO DE CAMBIO											
Moneda Local / dólares											
Euro		0,7		0,7		0,7		0,8		0,7	
Real		1,8		2,1		1,7		1,8		1,7	
Yuan		6,9		6,8		6,8		6,8		6,7	
Yen		103,3		97,4		89,8		92,2		82,5	
6 INDICADORES BURSÁTILES											
En dólares - Puntos Básicos											
Dow Jones		11.237		8.326		10.181		10.564		11.240	
NASDAQ		2.163		1.401		1.763		1.916		2.143	
FTSE 100		10.039		6.608		8.558		8.020		9.115	
Nikkei 225		117		95		111		113		119	
Bovespa		31.384		23.893		37.939		36.474		41.169	
Merval		562		384		580		590		797	
7 INDICADORES DE RIESGO SOBERANO											
En Puntos Básicos											
EMBI Latinoamérica		382		494		305		291		246	
EMBI Argentina		853		1.439		707		723		537	
EMBI Brasil		300		327		216		212		179	

Fuente: Bloomberg

Situación Patrimonial de los Hogares de EE.UU. y QE2

Participaron en la elaboración de esta Nota Técnica: Mariano Beltrani, Lucila Quiroga y Antonio Mezmezian

I. Introducción

La crisis iniciada en el mercado hipotecario de EE.UU. sobre mediados del año 2006 indujo una fuerte contracción en los mercados inmobiliarios y financieros de ese país, con profundas y persistentes consecuencias negativas sobre el crecimiento y el empleo. Dada la magnitud y ramificaciones de esta crisis, las autoridades emplearon diferentes medidas de política con algunos instrumentos, que si se tiene en cuenta el debate teórico previo a la crisis, resultaron “novedosos” (vgr. *Quantitative Easing 1 y 2*).

Sin embargo, la batería de medidas de estímulo aplicada no parece haber generado una rápida reactivación en el crecimiento y el empleo. Este mediocre resultado no debería resultar sorprendente si se tiene en cuenta que el colapso de burbujas financieras suele ser seguido por una dinámica de fuerte desendeudamiento privado que limita la efectividad de las políticas expansivas.

Es por ello que el presente documento analiza la dinámica de las hojas de balance del sector privado de forma tal de identificar las posibles tensiones que enfrenta la recuperación económica de los EE.UU. En la siguiente sección se discuten brevemente las características distintivas de la reciente crisis. En la sección III se analiza la evolución de la riqueza de los hogares y su impacto sobre el consumo privado. La última sección resume las conclusiones.

2. Una Crisis Diferente

Pese a que esta crisis ha sido comparada con la depresión de los 30s, la mayoría se ha referido a ella como “la gran recesión”, esto es,

una recesión importante pero no tan dramática como la que ocurrió hace 80 años. La propia idea de recesión sugiere una caída temporal del producto, y no se asocia en general con cambios estructurales de magnitud, sino como una respuesta natural de la economía a un evento negativo.

Una forma de analizar la profundidad de la crisis reciente consiste en estudiarla empíricamente. Observando los datos, sin embargo, es difícil llegar a la conclusión de que este episodio haya sido mucho más que una recesión severa. El mundo en general, y las economías desarrolladas en particular, atravesaron un período breve de caída del producto, pero retomaron rápidamente una senda de crecimiento aceptable. Debe tenerse en cuenta, por supuesto, que esta recuperación ha estado asociada al uso de enormes paquetes de estímulo a lo largo del mundo.¹

Por otro lado, algunos analistas han sugerido que esta vez la recuperación tras la crisis ha sido mucho más lenta que en otras oportunidades. En esta ocasión, el PIB real de EE.UU. logró retomar los niveles previos a la crisis luego de seis trimestres, mientras que en recesiones anteriores la recuperación se alcanzó en no más de tres trimestres. Sin embargo, esta observación parece insuficiente para caracterizar a la crisis como dramática.

Economistas prestigiosos como Krugman, Leijonhufvud, Koo y Eggertsson, en cambio, han sugerido que la recuperación observada no debe confundirnos. Consideran que esta crisis es en verdad diferente a otras recesiones, y que tendrá consecuencias sobre la recuperación de la economía en el corto y mediano plazo. Un indicio que apoya esta visión es la

¹ Para una descripción y análisis de las medidas de estímulo implementadas en EE.UU. véase Mishkin (2010) y Fullwiler y Wray (2010).

evolución reciente del desempleo. Mientras que durante otras recesiones la tasa de desocupación observó subas seguidas por bajas relativamente veloces, esta vez dicha tasa no ha conseguido situarse por debajo del 9%. Aparentemente, esta vez la crisis no pudo ser resuelta mediante la reorganización automática del mercado de trabajo, dado que no se observó un desplazamiento evidente de la fuerza de trabajo desde los sectores en crisis hacia los sectores con potencial.

La razón es, por supuesto, que esta vez la crisis no adoptó la forma de un *shock* particular sino general. Esta generalidad refiere al colapso del sistema financiero, que no afecta solamente al empleo de los bancos y las financieras, sino a la generación de crédito y por tanto al empleo en toda la economía. La diferencia entonces entre esta crisis y las anteriores es que, como marca acertadamente Leijonhufvud (2009), esta crisis es de insolvencia generalizada.

El concepto de solvencia está asociado a los problemas de “hojas de balance” de distintos actores. La crisis reciente dejó a los bancos, al sector corporativo y a las familias con una deuda inabarcable. Como resultado, los agentes están ahora embarcados en un objetivo bien específico, que es desendeudarse para volverse solventes de nuevo. En este contexto, es razonable esperar que el gasto privado se vea afectado: las firmas procuran reducir su gasto de inversión y las familias su gasto de consumo. Esta reducción puede no ser brusca, dado que si ésta afecta el corazón de los negocios, no es necesariamente una estrategia sostenible, pero sí duradera, porque requiere un proceso de desapalancamiento que llevará varios años hasta que las hojas de balance luzcan sanas.

En dos libros publicados en los últimos años, Richard Koo ha explicado de manera clara que el proceso de limpieza de los pasivos de la economía requiere tiempo.² El economista explica que luego de la burbuja inmobiliaria de principios de los 90s, Japón necesitó de casi quince años de penurias antes de lograr repa-

² Véase Koo (2003) y Koo (2008).

rar sus hojas de balance. En el medio, se implementaron todo tipo de políticas monetarias expansivas que fallaron sistemáticamente en recuperar el crecimiento de la economía. Mientras dura el repago de las deudas, la demanda de crédito queda estancada y la efectividad de la expansión de dinero queda minimizada. La economía se ve en una suerte de “trampa de liquidez”.

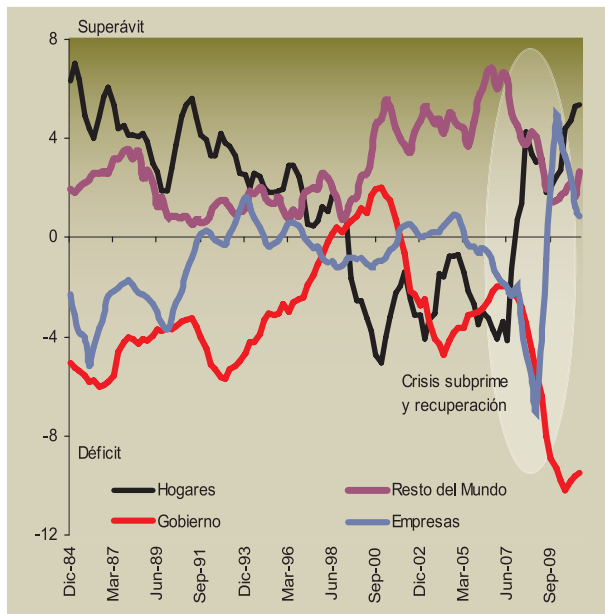
Recientemente, EE.UU. implementó el llamado *Quantitative Easing 2* (QE2), que consistió en la inyección de 900 mil millones de dólares al mercado. Si bien aún puede ser algo pronto para arribar a conclusiones definitivas, son pocas las variables que sugieren que la economía esta respondiendo con vigor a este estímulo. Todo parece sugerir que en estas circunstancias es la política fiscal la que debe tomar el mando de los estímulos, aunque sostener una expansión fiscal no es tarea sencilla, teniendo en cuenta que tras los impulsos iniciales surgen reacciones políticas sobre la sostenibilidad fiscal y la excesiva intervención del Estado en la economía.

En la próxima sección se procuran ilustrar los problemas patrimoniales del sector privado de EE.UU., concentrándonos en la hoja de balance de los hogares. El análisis de este sector adquiere particular relevancia por el hecho de que los hogares han sido los “responsables” en buena parte de la caída del ahorro privado en EE.UU. en los años previos al advenimiento de la crisis. Esto es lo que se observa en el Gráfico 1, que muestra que desde principios de la década de los 90s se produjo un continuo deterioro del ahorro de las familias en términos del PIB, que se vuelve sistemáticamente negativo en la década siguiente. La contracara fue la profundización del déficit en cuenta corriente del país (esto es, el ahorro externo se vuelve fuertemente positivo), que despertó dudas sobre la sostenibilidad externa de EE.UU.

Con el estallido de la crisis *subprime* en 2007, esta tendencia se revirtió rápidamente, dejando al desnudo la relación entre la expansión del gasto de los hogares, la financiarización de

Gráfico 1 Superávit/ Déficit Financiero de EE.UU por Sector

En % del PIB Nominal



Fuente: Federal Reserve Board

la economía estadounidense y la profundización de los “desequilibrios globales” durante la década pasada. En consistencia con la hipótesis de que este episodio requerirá varios años de recobro del patrimonio de los hogares, se observa que el ahorro de los mismos no solo no se redujo tras lo peor de la crisis, sino que se incrementó en los dos últimos años.

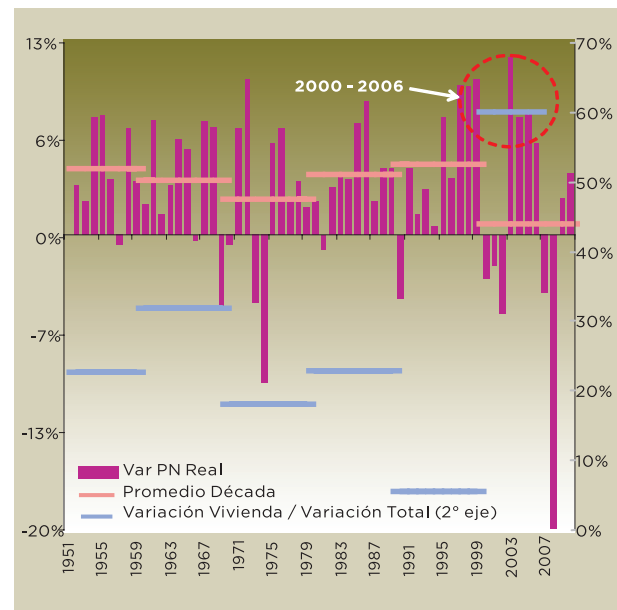
3. Hoja de Balance y Gasto de los Hogares de EE.UU.

La crisis con origen en el mercado inmobiliario de EE.UU. afectó sustancialmente la riqueza de los hogares estadounidenses.³ La caída en el patrimonio neto de las familias observada durante 2008 fue la más pronunciada en (al menos) los últimos 60 años, registrando, en términos reales, un descenso del orden del 19,9%, lo cual representó un 89,1% del PIB. Como consecuencia de la caída experimentada por la riqueza de los hogares sucesivamente en 2007 y 2008, la tasa de crecimiento promedio de la riqueza real en la última década resultó la más reducida desde el comienzo de la serie (1950).

³ La riqueza de empresas representa alrededor del 25,3% de la riqueza total del sector privado no financiero, y cuenta con una magnitud patrimonial significativa categorizada como “otros activos / pasivos”, lo cual resta relevancia al análisis de los flujos.

Como se observa en el Gráfico 2, durante la década de los 2000, la participación de los bienes raíces en el crecimiento de la riqueza de los hogares no muestra precedentes desde la 2ª posguerra, promediando un 60% del total del crecimiento en el período 2000 - 2006.

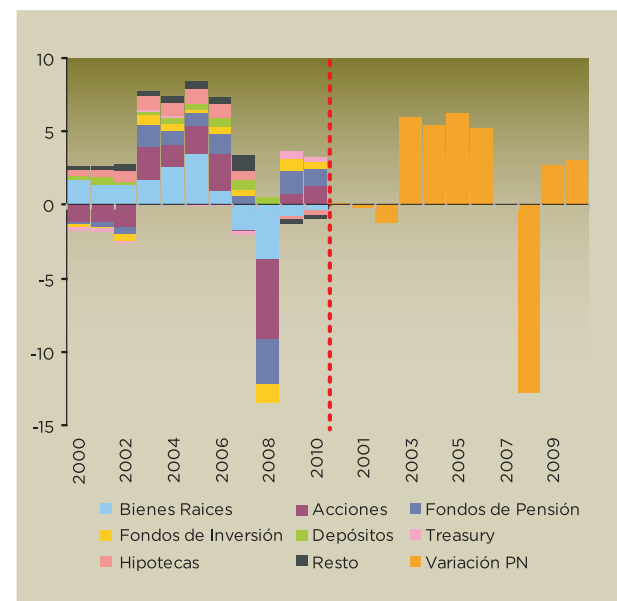
Gráfico 2 Riqueza Real de los Hogares Variación % Anual



Fuente: Reserva Federal de Saint Louis

Gráfico 3 Factores de Explicación de la Riqueza de los Hogares

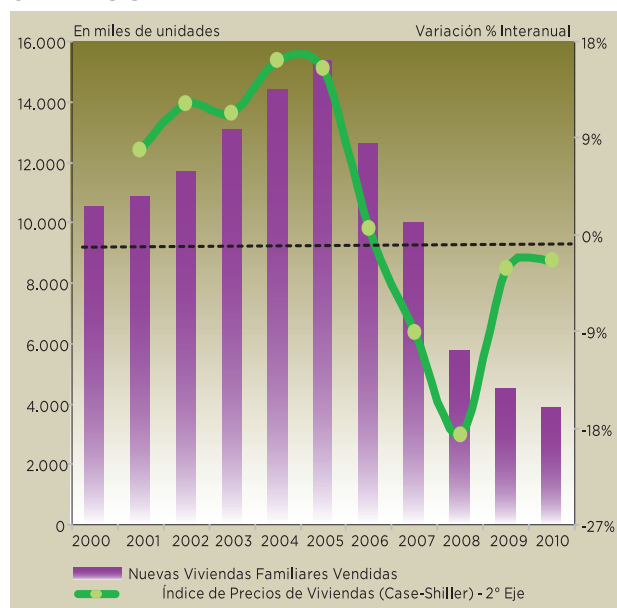
En Miles de Millones de US\$



Fuente: Reserva Federal de Saint Louis

En el Gráfico 3 se muestra la reversión de la incidencia expansiva de los inmuebles en la riqueza de los hogares a partir del año 2007. Asimismo, en el Gráfico 4 se presenta el impacto de la caída del precio de las viviendas en el mercado hipotecario.

Gráfico 4
Evolución del Mercado de la Vivienda en EE.UU



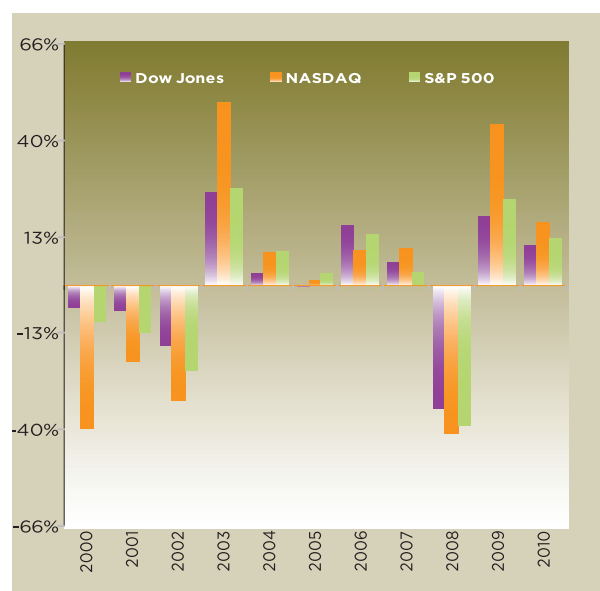
Fuente: Reserva Federal de Saint Louis

Por otro lado, y previo al colapso de la burbuja inmobiliaria, una porción sustantiva del incremento en la riqueza de los hogares se explica también por la evolución favorable del mercado de renta variable (ver Gráfico 3). Durante 2008, la caída en la cotización del *equity*⁴ (inducida por las restricciones de liquidez y los

problemas de solvencia generados por los activos garantizados por hipotecas) generó para los hogares más pérdidas de riqueza que la reducción en el precio de las viviendas.

La pérdida de riqueza vía mercados de renta variable se agudiza si se considera la porción del patrimonio de los hogares conformada por Fondos de Pensión y Fondos Comunes⁵. Como se muestra en la Tabla 1, el patrimonio de los Fondos de Pensión está compuesto en un 38,3% por acciones corporativas y en un 22,6% por Fondos Comunes, que a su vez po-

Gráfico 5
Evolución Principales Mercados Bursátiles de EE.UU.
Variación % Interanual



Fuente: Yahoo Finance

Tabla 1
COMPOSICIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIÓN Y LOS FONDOS COMUNES

1º Trimestre de 2011	En Miles de Millones de USD					En % Total Activos			
	Patrimonio	Instrumentos de Mercado de Crédito (*)	Acciones Corporativas	Fondos Comunes	TOTAL	Instrumentos de Mercado de Crédito (*)	Acciones Corporativas	Fondos Comunes	TOTAL
Fondos de Pensión Privados	6.272	1.204	2.101	2.154	5.459	19,2%	33,5%	34,3%	87,0%
Fondos de Retiro de Empleados Estatales	3.034	825	1.862	272	2.959	27,2%	61,4%	9,0%	97,5%
Fondos de Retiro del Gobierno Federal	1.413	142	142	0	284	10,1%	10,1%	0,0%	20,1%
TOTAL Fondos de Pensión	10.720	2.172	4.105	2.426	8.703	20,3%	38,3%	22,6%	81,2%
Fondos Comunes	8.339	3.165	4.959	-	8.124	38,0%	59,5%	-	97,4%

(*) Incluye títulos valores, letras del Tesoro de EE.UU. y municipales, deuda respaldada por activos, bonos corporativos y extranjeros, hipotecas, etc.
Fuente: Elaboración propia en base a la Reserva Federal de EE.UU.

⁴ El componente de *equity* está conformado por la tenencia de acciones corporativas y no corporativas.

⁵ En este punto, la dinámica previa a la crisis y el rol de la innovación financiera explica la magnitud del problema. En gran medida, este tipo de fondos, solo pueden invertir en activos considerados seguros (*investment grade* o superior). El desarrollo de productos financieros permitió empaquetar y trozar activos de alto riesgo para convertirlos en productos financieros de "alta calidad" y buen rendimiento.

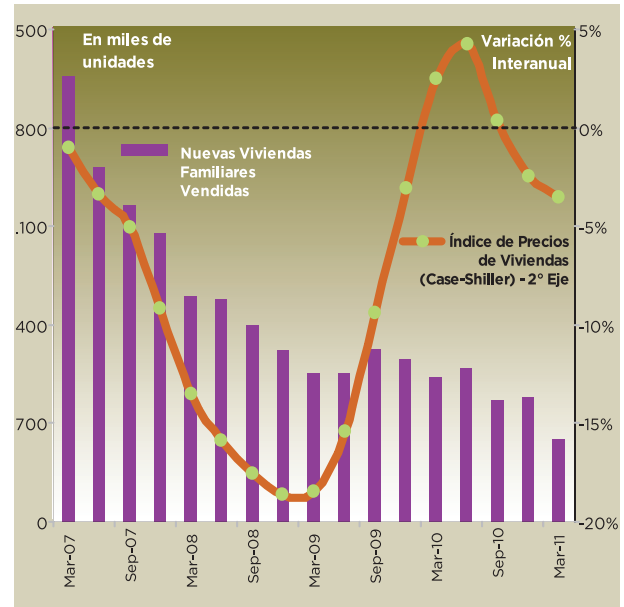
seen un 59,5% de su patrimonio en acciones corporativas.

En el Gráfico 5 se muestra la evolución en el período 2000 - 2010 de los principales índices bursátiles de EE.UU. Se advierte el fuerte contraste entre el dinamismo observado en el subperíodo 2003 - 2007 (una vez superados los efectos de la burbuja *dot-com*) y el marcado descenso registrado durante 2008 (período en el cual se produjo la caída de *Lehman Brothers*), que se revirtió en el siguiente bienio.

Incluso una vez superado el epicentro de la crisis *subprime*, el impacto de bienes inmobiliarios en la riqueza de los hogares continúa evidenciando una trayectoria errática (ver Gráfico 6), aunque en el acumulado explica una gran parte de la pérdida de riqueza sin que existan indicios de recuperación inminente.

En el Gráfico 7, se muestra la desaceleración en la caída de los precios de la viviendas de EE.UU. desde principios de 2009. Desde mediados de 2010, se registra una nueva recaída en el mercado inmobiliario, que hacia marzo

Gráfico 7
Evolución del Mercado de la Vivienda en EE.UU.



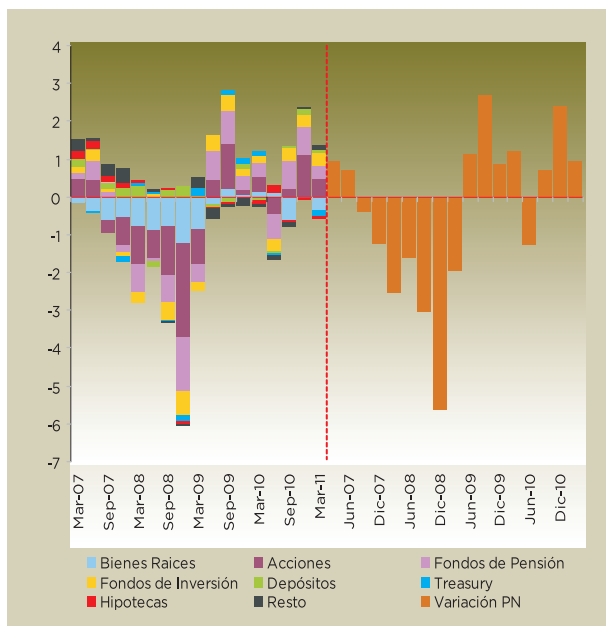
Fuente: Reserva Federal de Saint Louis

de 2011 continúa evidenciando tasas de crecimiento negativas en los precios.

Aún cuando haya colapsado la riqueza asociada al mercado inmobiliario, como se ilustra en

Gráfico 6
Factores de Explicación de la Riqueza de los Hogares

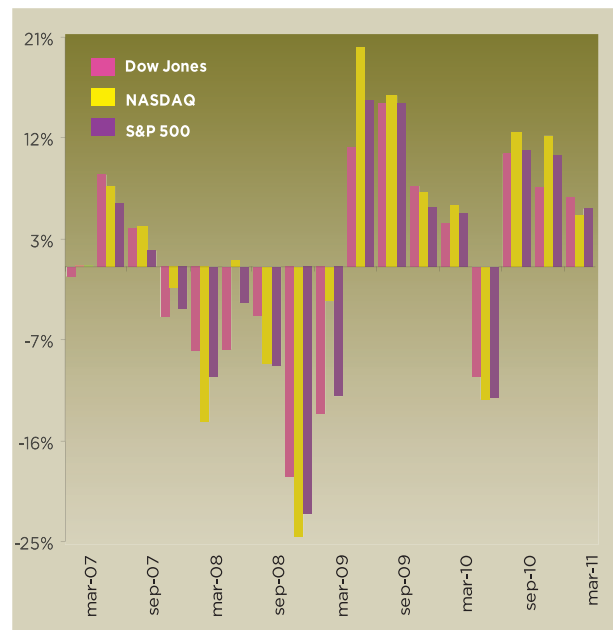
En Miles de Millones de US\$/2007-2011



Fuente: Reserva Federal de Saint Louis

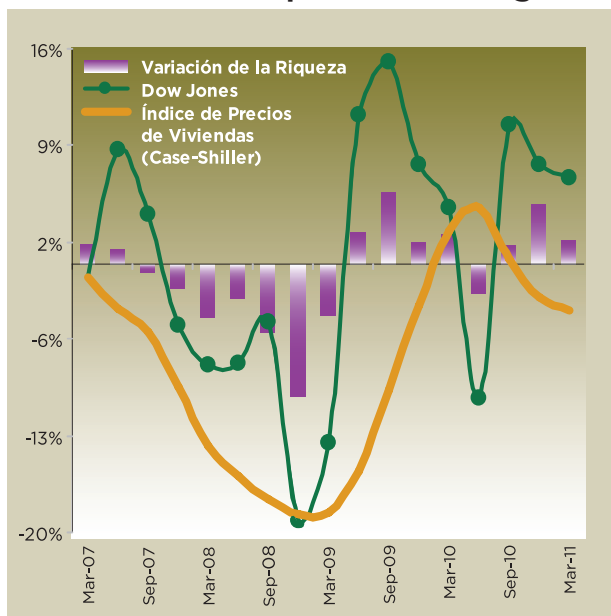
Gráfico 8
Evolución Principales Mercados Bursátiles de EE.UU.

Variación % Anual



Fuente: Yahoo Finance

Gráfico 9 Evolución de la Riqueza de los Hogares



Fuente: Reserva Federal de Saint Louis

los Gráficos 8 y 9, la recuperación en la riqueza de los hogares en la postcrisis se explica principalmente por la evolución de aquellos componentes patrimoniales más asociados al mercado de renta variable (acciones).

La evolución de la riqueza de los hogares tiene implicancias directas en el comportamiento cíclico de la economía. En particular, se distinguen dos canales a través de los cuales la evolución de los precios de los activos puede influir en la demanda agregada (Mohanty y Turner, 2008). En primer término, un aumento en el precio de los activos incrementa la riqueza de los hogares y, si este aumento es considerado permanente, es susceptible de impactar positivamente en el consumo privado.⁶ En segundo lugar, una mayor riqueza puede ser utilizada como colateral para el financiamiento de los hogares, lo cual derivaría en un aumento del crédito y del consumo.

El valor presente de cualquier activo o bien durable se encuentra inversamente relacionado con la tasa de interés real de largo plazo y positivamente relacionado con las ganancias esperadas a devengar por dicho activo. En el caso de las acciones, los precios deberían reflejar el valor presente de los flujos descon-

tados de los dividendos empresarios. De este modo, la causalidad entre precios de activos y desempeño macroeconómico corre en ambas direcciones: las expectativas de mayor crecimiento económico incrementan las ganancias futuras esperadas y, posiblemente, los precios de las acciones. Esta doble causalidad hace difícil discernir el efecto de los precios de los activos sobre la demanda agregada.

Estas cuestiones adquieren relevancia en el marco de la segunda ronda de expansión cuantitativa iniciada por la Reserva Federal en noviembre de 2010. El principal canal a través del cual la política monetaria puede influir en el precio de los activos está relacionado con mecanismos típicos de arbitraje. La caída del rendimiento de los activos utilizados como instrumentos de política (bonos del Tesoro de EE.UU.) en relación al rendimiento de, por ejemplo, las acciones, motiva un incremento de la demanda de estos instrumentos. El aumento en el precio producto de esta mayor demanda se traduce en un incremento en la riqueza de los tenedores de estos activos, entre ellos los hogares, lo cual induciría un aumento del consumo privado.

Sin embargo, existen otros canales a través de los cuales la política monetaria es susceptible de afectar el precio de los activos. En primer término, una caída de las tasas de interés reduce el factor de descuento de los flujos de dividendos futuros, aumentando su valor presente. En segundo lugar, en la medida en que se traduzcan en expectativas de crecimiento futuro, reducciones en la tasa de interés pueden incrementar los flujos futuros esperados y el retorno de las acciones. Tercero, como señalan Bernanke y Kuttner (2003), una política monetaria expansiva puede derivar en un incremento del retorno esperado de las acciones vía reducción en el riesgo (por ejemplo, mejorando la posición financiera de las empresas).

En un trabajo reciente, Case et al (2011), mediante dos paneles con información trimestral de EE.UU. (que abarcan los períodos

⁶ La idea de que el aumento de riqueza debe ser considerado como permanente implica que uno acepta que las decisiones de consumo son de naturaleza intertemporal y con una patrón suave a lo largo del tiempo.

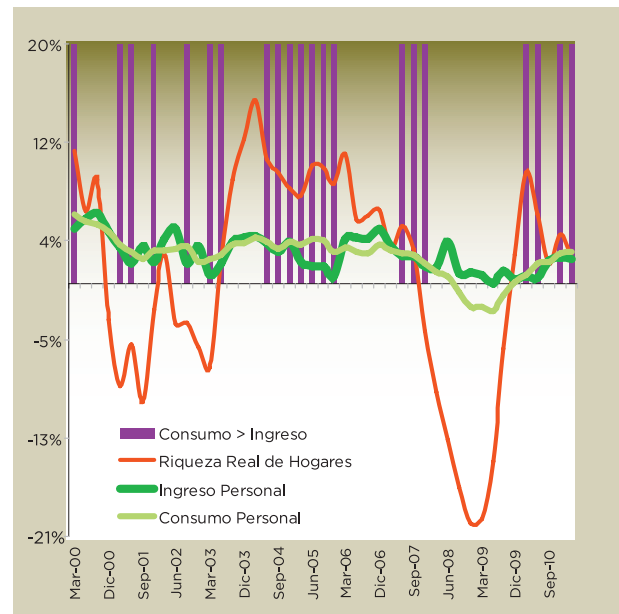
1982 - 1999 y 1978 - 2009), encuentran efectos estadísticamente significativos de la riqueza de los hogares (expresada tanto en términos del valor de las viviendas como en términos de la tenencia de acciones) sobre el consumo. Es importante destacar que, en dicho estudio, la elasticidad consumo - riqueza en acciones oscila entre un 3% y un 6%, dependiendo del modelo estimado, lo que representa alrededor de un 1/3 del efecto de la riqueza en viviendas sobre el consumo (ver Anexo).

Al respecto, Feldstein (2011) señala que el crecimiento económico registrado en el IV. 10 difiere del registrado en trimestres anteriores, ya que se observó una recuperación de las ventas finales impulsadas por el consumo, pero no por una mejora en el nivel de empleo o en los salarios sino por una reducción en la tasa de ahorro personal, lo cual puede atribuirse a los efectos del QE2.

Según señala el mismo autor, entre agosto y diciembre de 2010 se registró un incremento en el mercado de valores de 15%, lo cual se tradujo en un aumento de la riqueza de los hogares. Esto, según Feldstein, era exactamente el objetivo de la Reserva Federal al aplicar el QE2: ante el anuncio de la compra de bonos del Tesoro a largo plazo, los tenedores de bonos se inclinarían hacia activos de renta variable, incrementando el valor de las acciones y generando un efecto riqueza que se volcaría al consumo.

Los hogares poseen un total de US\$ 17 billones de dólares en acciones, con lo cual un incremento de 15% en el valor de las mismas representa un incremento en la riqueza de los hogares de US\$ 2,5 billones. Feldstein sugiere que la relación histórica entre riqueza y gasto implica que cada 100 dólares de riqueza adicional el consumo se incrementa cerca de 4 dólares, lo cual se encuentra en línea con el rango estimado por *Case et al* (2011). Por lo tanto, dado el incremento de la riqueza de US\$ 2,5 billones, el consumo aumentaría US\$ 100.000 millones. Esta cifra, según el autor, coincide con la caída del ahorro y el aumento en el consumo.

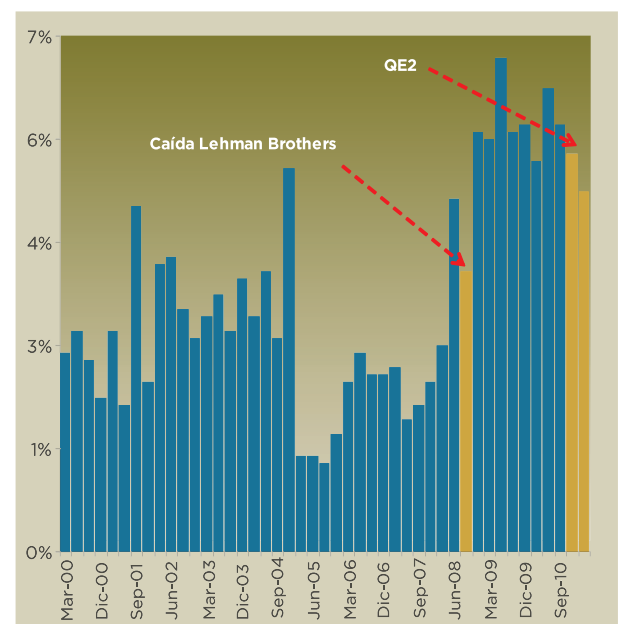
Gráfico 10
Ingreso, Consumo y Riqueza de los Hogares
Variación % Interanual



Fuente: Reserva Federal de Saint Louis

Como se muestra en el Gráfico 10, la caída de la riqueza experimentada por los hogares a partir del estallido de la crisis se dio en simultáneo a una retracción del consumo, que creció durante ocho trimestres por debajo del ingreso personal. Esto último se tradujo en un

Gráfico 11
Tasa de Ahorro Personal
En % del Ingreso Disponible



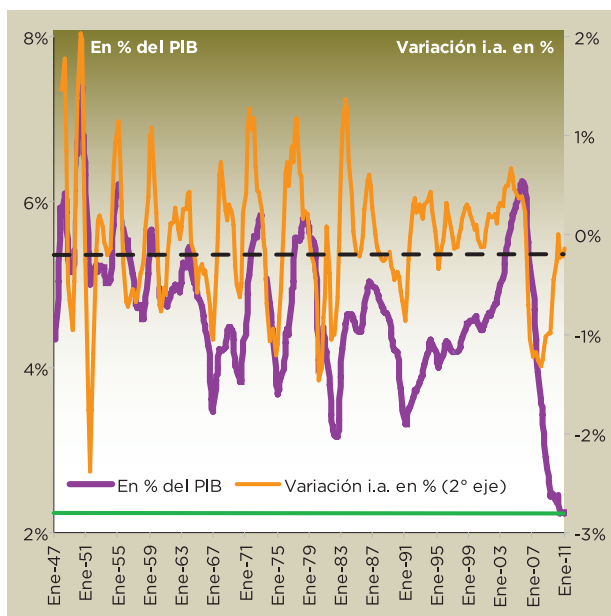
Fuente: Reserva Federal de Saint Louis

aumento gradual de la tasa de ahorro de los hogares (Gráfico 11). Este patrón de comportamiento en el consumo se revirtió por dos trimestres a partir de dos períodos: I. 10 y IV. 10, este último coincidente con la implementación del QE2.

La caída en el precio de la vivienda y las dificultades experimentadas por los hogares en materia hipotecaria también modificaron sustancialmente la composición del gasto de las familias. Como se muestra en el Gráfico 12, luego de haber alcanzado sus niveles máximos durante el IV. 05, la inversión privada fija residencial en términos del PIB mostró una abrupta caída durante el epicentro de la crisis, para luego estabilizarse en niveles mínimos históricos.

Asimismo, y como se menciona más arriba, la caída en el precio de los activos en cartera de los hogares deriva en un descenso del valor del colateral disponible para las operaciones

Gráfico 12
Inversión Privada Fija Residencial

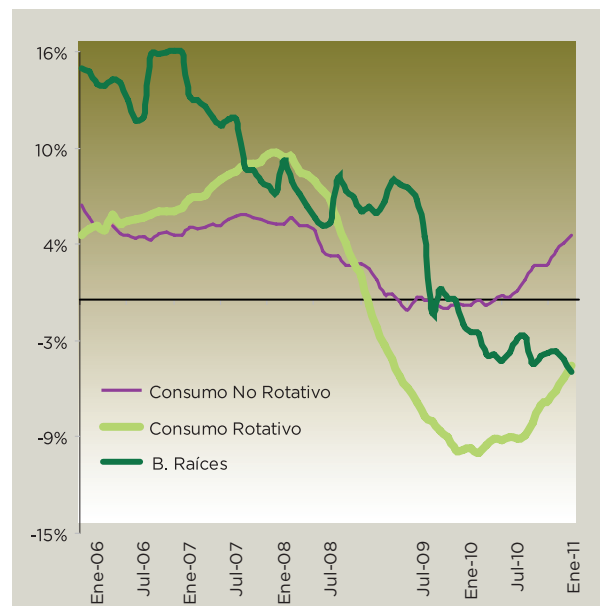


Fuente: Reserva Federal de Saint Louis

⁷ El incremento en el precio de las viviendas que precedió al estallido de la burbuja inmobiliaria en EE.UU. motivó la aplicación generalizada de dos modalidades de refinanciamiento de los créditos hipotecarios. En tanto el valor de la vivienda exceda al saldo del crédito hipotecario en un momento dado del tiempo, el titular de una vivienda puede utilizar el capital a su favor para: (1) tomar una segunda hipoteca (bajo la misma tasa de interés y términos) utilizando parte de ese capital como garantía, lo cual habilita una línea de crédito para el individuo a costa de incrementar el valor total de su deuda; (2) refinanciar la hipoteca existente (bajo distinta tasa de interés y términos) por una de mayor valor, obteniendo la diferencia entre ambas en dinero en efectivo. Esta última es la modalidad denominada *cash-out*.

de crédito. Este es uno de los factores susceptibles de influir en la debilidad de la dinámica del crédito a los hogares post *Lehman Brothers*, que afecta a los distintos segmentos de financiamiento al consumo (ver Gráfico 13).

Gráfico 13
Crédito a los Hogares
Variación % Interanual

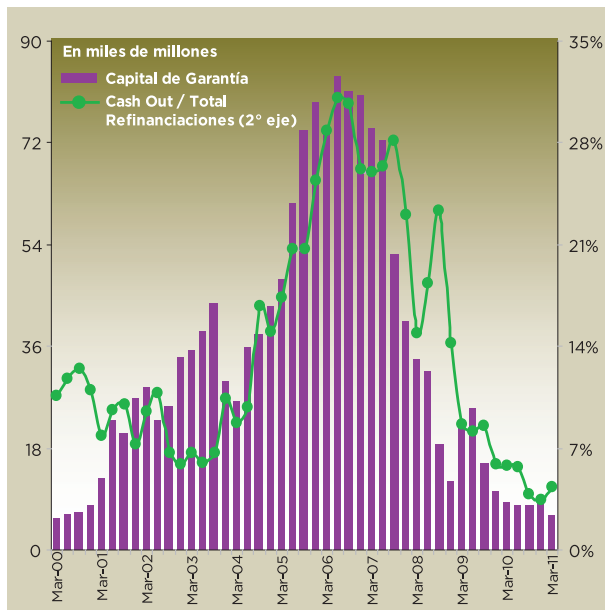


Fuente: Reserva Federal de Saint Louis

Más específicamente, la caída en el precio de las viviendas afecta de modo directo la modalidad de financiamiento denominada *cash out*.⁷ Como se muestra en el Gráfico 14, tanto el volumen de capital en garantía como la participación de la modalidad *cash out* en la totalidad de las refinanciaciones muestra un marcado descenso a partir de la caída en el precio de las viviendas.

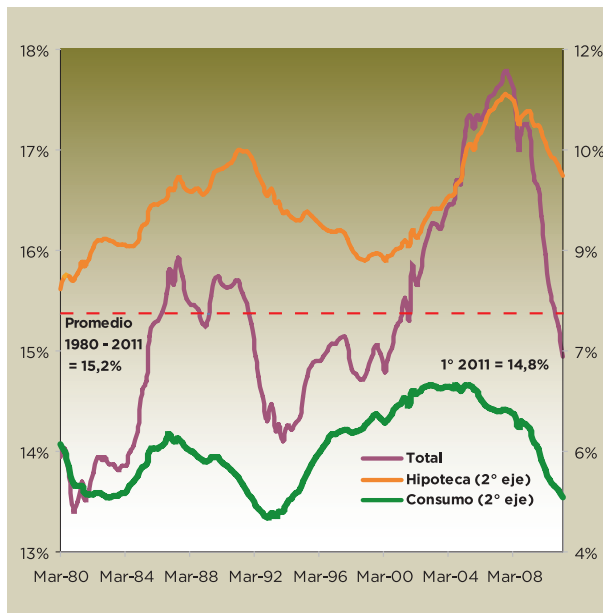
Otro de los cambios inducidos por la crisis sobre la dinámica de endeudamiento de los hogares puede advertirse en el Gráfico 15. El ratio de obligaciones financieras sobre ingreso personal (ROF) disponible muestra un descenso sostenido con el advenimiento de la crisis hipotecaria, afectando sobre todo al financiamiento destinado al consumo. Durante

Gráfico 14
Modalidad de Financiamiento *Cash Out*
Freddie Mac



Fuente: Freddie Mac

Gráfico 15
Ratio de Obligaciones Financieras
En % del Ingreso Personal



(*) Calculado para propietarios de viviendas. Incluye leasing de automóviles, seguros e impuesto a la propiedad.

Fuente: Federal Reserve Board

el I.11, el ROF se ubica en el orden de los 14,8%, por debajo del promedio para el período 1980 - 2011 (15,2%) y alcanzando un mínimo desde el III.00.

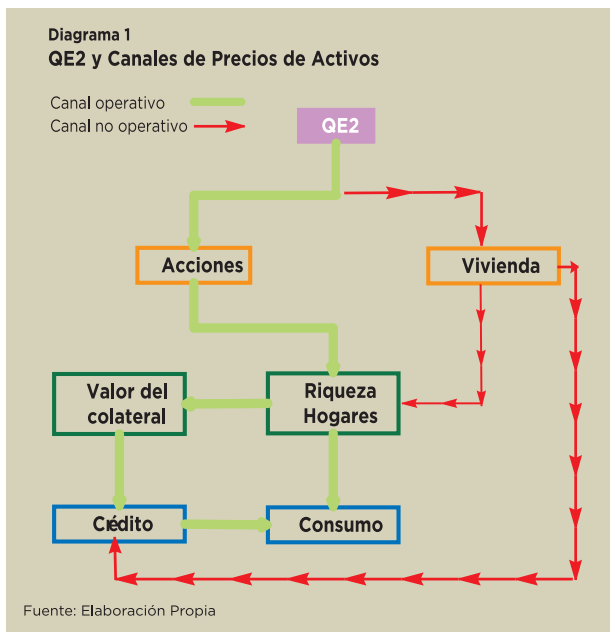
4. Reflexiones Finales

Los efectos de la crisis financiera internacional, con epicentro en el mercado inmobiliario de EE.UU., sobre la economía real de este país parecen estar aún lejos de disiparse. El hecho de que la misma haya estado precedida por una dinámica de fuerte endeudamiento del sector privado que demostró presentar serios problemas de sostenibilidad *a posteriori*, indujo cambios difícilmente reversibles en las hojas de balance de los agentes domésticos, lo cual pareció reducir sustancialmente la eficacia de la política monetaria como mecanismo contracíclico de estímulo a la demanda agregada.

En los hechos, el estallido de la crisis *subprime* derivó en pérdidas de riqueza sin precedentes para los hogares de EE.UU. Estas fueron ocasionadas en mayor medida por la caída en el precio de los activos en poder de las familias, más precisamente, las viviendas y los instrumentos de renta variable.

Estas variaciones de la riqueza son susceptibles de afectar el consumo presente de los hogares, como muestra la evidencia existente para el caso de EE.UU. De este modo, uno de los principales canales a través de los cuales el QE2 habría estimulado la demanda agregada es a través de su efecto positivo sobre el mercado de *equity*, que indujo un incremento en el valor de la riqueza de los hogares.

No obstante, esto último se da en un contexto de continua debilidad del mercado de viviendas. En este aspecto, vale la pena destacar la importancia del valor del colateral en poder de los hogares como variable impulsora del endeudamiento privado. Esto último constituye un punto relevante en el análisis del proceso de recuperación de la economía estadounidense, en vista de que los agregados de crédito privado muestran escaso dinamismo en el período post *Lehman Brothers* lo cual, en el caso del segmento inmobiliario, mantiene deprimidos los precios de las viviendas y, en consecuencia, la riqueza de los hogares (ver diagrama siguiente).



En síntesis, la evidencia sugiere que las autoridades deben considerar la condición patrimonial de los hogares a la hora de efectuar pronósticos expansivos correspondientes a las medidas de estímulo. Es importante reiterar que, en la actualidad, la riqueza vinculada a inmuebles sigue cayendo, en tanto que la mayor parte de la recuperación se vincula con el aumento en el precio de las acciones, la cual es todavía incipiente y propensa a fuertes y abruptas reversiones.

5. Referencias

Bernanke, B. S. y Kuttner, K. N. (2003): "What explains the stock market's reaction to Federal Reserve Policy?". Staff Report no 174. Federal Reserve Bank of New York.

Case, K.; Quigley, J. y Shiller, R. (2011). "Wealth Effects Revisited 1978-2009". Working Paper 16848. National Bureau of Economic Research.

Feldstein, M. (2011). "Quantitative Easing and America's Economic Rebound". Project Syndicate. Cambridge.

Fullwiler, S. y Wray, R. (2010). "Quantitative Easing and Proposals for Reform of Monetary Policy Operations". Working Paper No. 645. Levy Economics Institute of Bard College.

Koo, R. (2003). "Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications". John Wiley & Sons. Singapore.

Koo, R. (2008). "The Holy Grail of Macro Economics: Lessons from Japan's Great Recession". John Wiley & Sons. Singapore.

Leijonhufvud, A. (2009). "No Ordinary Recession". VoxEU's Global Crisis Debate. Centre for Economic Policy Research.

Mishkin, F. (2010). "Over The Cliff: From The Subprime To The Global Financial Crisis". Working Paper 16609. National Bureau of Economic Research.

Mohanty, M.S. y Turner, P. (2008). "Monetary policy transmission in emerging market economies: what is new?". BIS Papers No 35. Bank for International Settlements.

ANEXO

Modelos de Consumo: Observaciones Trimestrales sobre los Estados. 1978-2009*

Variable dependiente: Consumo per Cápita

	Mínimos Cuadrados Ordinarios			Errores Serialmente Correlacionados		
	I	II	III	IV	V	VI
Ingreso						
Riqueza en Acciones						
Riqueza en Viviendas						
Coefficiente de Correlación Serial						
Tendencia Lineal Estado - Especffica						
Efectos Fijos (Año / Trimestre)						
R2						
t-Ratio / chi2						
p-value para H0						
p-value para H1						

Note:

H0 es un test de la hipótesis de que el coeficiente sobre la riqueza en viviendas es igual al correspondiente a la riqueza en acciones.

H1 es un test de la hipótesis de que el coeficiente sobre la riqueza en viviendas excede al correspondiente a la riqueza en acciones.

* Todas la variables están expresadas en términos reales (deflactadas por el deflactor del PIB), medidas per cápita en logaritmos, las variables de riqueza en acciones y en vivienda están ajustadas por estacionalidad; todos los modelos incluyen efectos fijos por estados. Los valores absolutos de los ratios t están entre paréntesis.

Fuente: Case et al (2011)

Nivel de Actividad

Nivel de Actividad

Nivel de Actividad

A lo largo del primer trimestre del año el PIB exhibió un crecimiento anual muy elevado al ubicarse 9,9% por encima del registro del año pasado. La tasa de crecimiento de I.11 superó el registro de IV.10 y permitió alcanzar un nuevo récord en los niveles de producción, que en términos reales y sin estacionalidad se ubicaron en 448.082 millones de pesos de 1993. La evolución del PIB desestacionalizado reflejó el sostenimiento de la tendencia ascendente, en tanto se mantuvo el elevado ritmo de crecimiento trimestral (2,8%). En lo que refiere a los componentes de la demanda, la actividad estuvo impulsada por los rubros de consumo e inversión que realizaron los aportes más importantes al crecimiento. En lo que concierne a la evolución de la oferta se destacó el crecimiento de los sectores productores de bienes, en particular el altísimo crecimiento de la actividad industrial que continúa siendo uno de los pilares del actual proceso de expansión.

Demanda Agregada

En el primer trimestre de 2011 el crecimiento de la demanda estuvo motorizado por el muy dinámico comportamiento del Consumo y la Inversión. Ambos componentes realizaron las más importantes contribuciones al crecimiento y consolidaron un patrón de crecimiento caracterizado por el muy buen desempeño de las variables asociadas a la evolución del mercado interno. Dicha configuración del crecimiento, reforzada tras la recuperación de la crisis internacional, posibilitó un muy elevado ritmo de crecimiento de la actividad económica.

En consonancia con lo ocurrido en el trimestre anterior el Consumo presentó un muy elevado ritmo de crecimiento al expandirse un 11,1% respecto del mismo período de 2010 y aportó 8,8 p.p. al crecimiento de la demanda agregada. La evolución de dicha variable en términos desestacionalizado reflejó también la continuidad de la tendencia de crecimiento

al presentar una expansión trimestral del 2,4%, aunque desacelerando respecto de la muy elevada tasa observada durante el IV.10.

Durante los tres primeros meses del año volvió a destacarse el fuerte dinamismo del componente privado del consumo que se expandió un 11,3% y aportó 7,6 p.p. al crecimiento de la demanda. El crecimiento de los salarios y el impulso dado a partir de una serie de políticas públicas tendientes a la mejora de los ingresos apuntalaron el rol del Consumo Privado como uno de los pilares de la actividad económica. A dicho dinamismo se sumó el fuerte crecimiento del Consumo Público, que se expandió a una tasa del 9,9% anual, aportando más de un punto porcentual al crecimiento de la demanda agregada. La referida evolución permitió que el consumo privado incrementara su participación entre los componentes de la demanda agregada, al alcanzar el registro récord para el período 2003-2011 de 68,5%.

La Inversión fue nuevamente el rubro más dinámico entre todos los componentes de la demanda al expandirse un 19,5%. De esta manera realizó un aporte directo al crecimiento de 3,9 p.p. y se ubicó en valores desestacionalizados en un nuevo máximo histórico al alcanzar los 105.485 millones de pesos. De esta manera, la tasa de inversión se ubicó en el orden del 23,5% y del 21,9% en la medición sin y con estacionalidad, respectivamente.

Dentro de la inversión, el mayor protagonismo correspondió a la evolución del rubro de Equipo Durable de Producción que se expandió 33,4%, creciendo muy por encima del rubro de Construcción (8,8%). La inversión en equipo durable de producción realizó un aporte muy significativo al crecimiento de la demanda agregada (2,92 p.p.). Pese al muy buen desempeño del equipamiento nacional (23,6% anual), volvió a destacarse el mayor ritmo de crecimiento de la adquisición de material de inversión importado, que aumentó un 38,5% respecto del mismo período del año anterior.

La evolución de las importaciones de bienes de capital (46,1% y 39,3% en abril y mayo) y la producción de las industrias metalmeccánicas (12,8% en ambos meses) parecen anticipar la continuidad del fuerte proceso inversor durante el segundo trimestre del año.

Finalmente, las importaciones mantuvieron un elevado ritmo de crecimiento en el primer trimestre del año (20,4%), impulsadas por el fuerte dinamismo de la actividad económica a nivel local que impacta positivamente en las compras de bienes de capital, insumos industriales y energía. Pese a lo anterior, las compras realizadas al exterior disminuyeron su ritmo de expansión respecto a los alcanzados durante la recuperación de la crisis internacional. Por su parte, las exportaciones mostraron un crecimiento del 7,1%, en línea con las menores tasas de crecimiento económico que muestran algunos de los principales socios comerciales de Argentina.

Oferta Agregada

Desde el lado de la oferta el fuerte crecimiento volvió a sostenerse en el buen desempeño de los sectores productores de bienes, que se expandieron un 10,6% anual frente al 8,7% de las actividades de servicios. En ambos casos se observa una leve aceleración del ritmo de crecimiento de la actividad respecto de lo observado en el último trimestre de 2010.

Dentro de la producción de bienes se destacó la actividad industrial que se expandió un 13% y explicó las dos terceras partes del crecimiento generado por los sectores productores de bienes. Según la información provista por el EMI, en el primer trimestre del año se observó un patrón de crecimiento industrial en el que dominó el dinamismo de los sectores automotriz (+29,4%), metalmeccánico (16,5%) y de alimentos y bebidas (7,7%). Durante el I.11 se destacó también el alto dinamismo de las industrias textil y de caucho y plástico. Los datos de abril y mayo anticipan la continuidad del muy elevado ritmo de crecimiento industrial, que continúa superando los regis-

tros promedio de los indicadores de actividad general. En particular, en los últimos meses se observa una menor importancia relativa de la industria de alimentos y bebidas, y una mayor importancia de la rama de metales básicos.

El segundo lugar en importancia en lo que respecta a la contribución al crecimiento de la producción de bienes lo ocuparon las actividades de Construcción, que se expandieron al 8% anual y aportaron medio punto porcentual al crecimiento de la oferta. Tras el buen primer trimestre, el ISAC anticipa una aceleración del crecimiento de la construcción para el segundo trimestre, en tanto los resultados hasta mayo mejoran a los de los primeros tres meses del año. El sector se encuentra impulsado en la actualidad por la fuerte reacción de la actividad privada tras el paréntesis generado por la crisis, a la que se suma el importante impulso de la obra pública. De esta forma, los primeros cinco meses del año acumularon un crecimiento de 10,9%, haciendo de la Construcción otro de los motores de crecimiento de la actividad económica.

En I.11 se mantuvo también el muy buen desempeño del sector agropecuario que se expandió un 11,7% y permitió sostener el mayor ritmo de crecimiento en las etapas industriales de la cadena agroalimentaria. Además sobresalió el muy dinámico comportamiento de la industria pesquera que alcanzó un crecimiento del 37,4%.

Por su parte, la totalidad de los sectores productores de servicios mostraron una evolución positiva, encabezados por los rubros de Comercio (15,1%), Intermediación Financiera (14,6%) y Transporte (10,4%). En un segundo escalón se ubicaron las actividades de Hotelería y Restaurantes (8,3%) seguida por detrás por los rubros de servicios Inmobiliarios y Empresariales (4,4%), Administración Pública y Defensa (4,5%) y Salud y Educación (4,6%). Mientras que el fuerte crecimiento de las ventas en Centros de Compra y Supermercados ratifican el buen desempeño de las actividades de comercio, el elevado ritmo de crecimiento

del crédito augura el sostenimiento del buen ritmo de expansión en los servicios vinculados al sector financiero.

Finalmente, el más dinámico desempeño de los

sectores productores de bienes en los últimos trimestres permitió que estos sectores recuperen parcialmente el espacio perdido durante la crisis internacional, pasando de una participación de 29,8% en el PIB en I.10 al 30,2% del I.11.

PRINCIPALES INDICADORES DE NIVEL DE ACTIVIDAD

	Años		2010	Trimestres				
	2003-08	2009		I 10	II 10	III 10	IV 10	I 11
NIVELES								
PIB nominal (en \$ miles de millones)		1.145		1.217		1.466		1.568
PIB nominal (en U\$S miles de millones)		307		317		372		391
PIB nominal p/cápita (en US\$)		7.472		7.853		9.168		9.583
IIBF val. corrientes (en \$ miles de millones)		240		255		343		338
Ahorro nacional bruto val.corrientes (en \$miles de millones)		279		213		307		
Ventas en supermercados (en \$ millones)		50.089		14.097		16.151		17.939
Ventas en centros de compras (en \$ millones)		8.394		2.186		2.918		2.927
Ventas de automóviles nacionales (En unidades)		146.389		39.882		48.265		43.278
Utilización de la Capacidad Instalada en la Industria (%)		72,8%		72,9%		78,9%		
Producción de automotores (En unidades)		512.924		124.377		202.700		159.486
VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES								
PIB Real		0,9%		6,8%		8,6%		9,9%
Var. % período anterior, serie desestacionalizada				3,6%		0,6%		
Bienes		-3,5%		5,8%		8,1%		10,6%
Producción primaria		-12,5%		2,6%		5,9%		8,5%
Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura		-15,8%		5,2%		5,6%		11,7%
Industria manufacturera		-0,5%		8,2%		10,6%		13,0%
Suministro de electricidad, gas y agua		0,9%		6,1%		7,3%		4,5%
Construcción		-3,8%		2,0%		3,6%		8,8%
Servicios		3,2%		6,4%		7,8%		8,7%
Comercio mayorista y minorista y reparaciones, hoteles y restaurantes		-0,2%		8,1%		14,3%		13,9%
Transporte, almacenamiento y comunicaciones		6,5%		9,6%		11,0%		
Intermediación financiera, Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler		3,1%		3,8%		5,0%		7,5%
Administración pública y defensa, enseñanza, salud y otras actividades de servicios		4,3%		5,8%		3,5%		3,9%
Consumo Priv. Real		0,5%		7,3%		8,9%		11,3%
Consumo Público		7,2%		8,4%		8,5%		9,9%
Inversión Real		-10,2%		13,1%		26,6%		19,5%
Construcción		-3,6%		5,1%		6,8%		8,8%
Equipo durable de producción		-18,7%		25,5%		55,4%		33,4%
Exportación de Bienes y Servicios		-6,4%		4,2%		27,8%		7,1%
Importación de Bienes y Servicios		-19,0%		30,1%		37,4%		20,4%
Ventas en Supermercados (Val. Constantes)		10,8%		13,0%		16,5%		16,7%
Ventas en Centros de Compra (Val. Constantes)		8,0%		34,0%		29,5%		21,2%
Ventas de automóviles		-20,4%		49,0%		35,9%		17,9%
ISAC		-2,0%		8,5%		7,6%		9,8%
Despachos de cemento		-4,4%		6,3%		9,7%		11,9%
Importaciones de Bienes de Capital (En US\$)		-31,8%		31,2%		35,6%		29,2%
EMI		0,1%		9,0%		9,3%		9,2%
Producción de automotores		-14,1%		73,9%		35,4%		28,2%
Producción de acero crudo		-27,6%		45,2%		21,8%		9,6%
Indicador Sintético de Servicios Públicos		8,2%		8,5%		13,3%		11,8%
Transporte de pasajeros		-0,1%		-1,2%		16,9%		7,7%
Telefonía		22,6%		19,8%		17,2%		19,8%
Demanda de energía grandes usuarios		-8,1%		1,9%		3,8%		9,2%
% DEL PIB 1/								
Consumo privado real, serie desestacionalizada		65,1%		65,1%		64,9%		65,2%
IIBF, serie desestacionalizada		20,6%		20,9%		22,1%		23,3%
IIBF val. corrientes		20,9%		20,9%		21,6%		22,1%
Ahorro nacional bruto val.corrientes		24,4%		24,6%		24,5%		n/d
Exportación de Bienes y Servicios		12,4%		12,4%		12,9%		12,9%
Importación de Bienes y Servicios		11,4%		11,9%		13,4%		14,3%

s/d sin dato disponible

1/ Las participaciones trimestrales corresponden al promedio de los cuatro últimos trimestres.

Fuente: INDEC, Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, Secretaría de Energía.

Empleo e Ingresos

Empleo e Ingresos

Empleo

Durante el I.11 las principales tasas del mercado de trabajo mantuvieron los valores del trimestre anterior. En los aglomerados urbanos relevados por la EPH la tasa de actividad fue del 45,8%, la de empleo del 42,4% y la tasa de desocupación del 7,4%.

Estos niveles significaron mejoras en términos interanuales. La tasa de empleo creció 0,2 p.p. en relación a igual período de 2010, y la de actividad y de desempleo cayeron -0,2 p.p. y -0,9 p.p. respectivamente. La reducción de casi un punto de la tasa de desempleo se debió en partes iguales al crecimiento de los puestos de empleo que generó la economía como a la retracción de la proporción de personas desocupadas que buscan activamente empleo.

Manteniendo la tendencia registrada en el trimestre anterior, la disminución de la tasa de actividad se concentró en la población de mujeres. Entre las mujeres de 14 y más años de edad la tasa de actividad cayó 1,1 p.p., lo que explica el descenso del desempleo en este grupo de población (-1,7 p.p.). Entre los varones, en cambio, la tasa de actividad creció 0,7 p.p. respecto de I.10.

En el período también se observó una caída del subempleo horario. Este indicador se situó en el 8,2% de la población económicamente activa (PEA), perdiendo 1 p.p. respecto a I.10. El componente demandante del subempleo, esto es la fracción de los subempleados que busca activamente otra ocupación, disminuyó en menor medida (-0,8) y se ubicó en 5,8% de la PEA, apenas 0,3 p.p. por encima del mínimo histórico alcanzado en IV.10.

En I.11 varios indicadores evidencian una mejora en la calidad del empleo. Además de la mencionada caída de las ocupaciones de intensidad horaria reducida, creció con respecto

a igual periodo del año anterior, la participación de las ocupaciones asalariadas y, dentro de éstas, se elevó la proporción registrada ante la seguridad social. La tasa de asalarización en I.11 alcanzó el 76,7% de la ocupación, 0,8 p.p. más que en igual periodo del año anterior, y el porcentaje de asalariados no registrados fue de 34,1%, 0,5 p.p. menos que en I.10.

A partir de la información proveniente del SIPA, publicada por la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales¹, se observa que el ritmo de crecimiento de los puestos registrados se fue incrementando trimestralmente desde el I.10. En I.11 se sumaron 256 mil nuevos puestos privados registrados respecto a igual período de 2010, lo que significó una variación anual del 4,4%. Respecto del trimestre anterior la variación fue del 1,6%, alrededor de 94 mil nuevos puestos.

Los sectores productores de servicios y los productores de bienes tuvieron un desempeño similar, con 4,5% y 4,2% respectivamente de crecimiento anual. Esto significó un cambio en el patrón postcrisis caracterizado hasta fines de 2010 por el menor desempeño de los sectores productores de bienes.

Dentro de éstos últimos, la construcción retomó el dinamismo que mostró con anterioridad a la crisis. Luego de nueve trimestres consecutivos de variaciones interanuales del empleo negativas o inferiores al 1%, en IV.10 creció al 5,4% anual y en I.11 al 8,7% anual. Otra rama con altos niveles de crecimiento del empleo fue material de transporte, cuyo empleo experimentó una variación interanual del 9,6%. Este último agrupamiento incluye entre otras actividades, la fabricación de automotores, carrocías y autopartes que crecieron al 13,7%; 9,7% y 9,4% respectivamente.

De acuerdo a los resultados de la Encuesta

¹ Datos provisorios sujetos a las rectificativas de las declaraciones juradas presentadas por cada empleador a fin de comprometer el pago de aportes y contribuciones a la seguridad social.

Industrial Mensual (EIM-INDEC), la industria manufacturera viene presentando niveles de empleo crecientes, aunque todavía no alcanzó los máximos que se registraron en 2008. En I.11 el índice de obreros ocupados (IOO)² se ubicó en 97,3 mostrando en el acumulado del año un crecimiento del 2,8%. Por su parte el índice que mide las horas trabajadas (IHT)³ creció al 1,7% anual, lo que significó una desaceleración del ritmo de crecimiento que mostró en las primeras etapas de recuperación tras la crisis internacional. La utilización de las horas adicionales por trabajador estaría siendo reemplazada por la creación de nuevos puestos.

Finalmente, los indicadores de Demanda Laboral que publica el INDEC evidencian que el porcentaje de empresas que realizaron búsquedas de personal fue en I.11 de 39,4%, nivel idéntico al registrado en I.10. Por su parte, el porcentaje de empresas que no cubrieron su búsqueda fue 10,3%, nivel 3,4 p.p superior al registrado en I.10 y 2,6 p.p superior al del trimestre anterior. A pesar del incremento registrado en el indicador de demanda insatisfecha, este oscila en un rango inferior al existente antes de la crisis.

Ingresos

En I.11, el Índice General de Salarios que mide la evolución del salario nominal, creció un 26,6% anual. Nuevamente el sector que mostró el mayor dinamismo fue el del Empleo Privado Registrado con un incremento del 28,7% respecto al mismo trimestre de 2010. El Sector Privado No Registrado observó una importante mejora en la evolución del nivel salarial, alcanzando en el período un incremento del 26,5% anual. Por su parte, el Sector Público registró, por onceava vez consecutiva, el menor incremento: los salarios nominales del sector crecieron en torno al 21% anual.

En cuanto a la evolución de la negociación salarial, varios de los acuerdos homologados en 2010 contenían incrementos salariales pautados para I.11. Además durante I.11 los gremios docentes, construcción y ferroviarios cerraron acuerdos para el ciclo 2011 que se hicieron efectivos a partir de marzo de 2011.

Finalmente, los datos del SIPA muestran que la remuneración neta promedio de los puestos de trabajo registrados creció en I.11 un 29,1% anual.

Distribución del ingreso

Durante I.11 se continuó con la mejora en la equidad de la distribución del ingreso. El Coeficiente de Gini, que mide la desigualdad, disminuyó tanto en la distribución del ingreso laboral de las personas como en la de los ingresos familiares.

El Coeficiente de Gini del ingreso de la ocupación principal pasó de 0,393 en I.10 a 0,379 en I.11. Este indicador registró el menor valor desde que se calcula la serie con la metodología continua (III.03), a pesar que en los primeros y terceros trimestres suele experimentar leves incrementos debido a la percepción del aguinaldo por parte de los trabajadores del sector formal. También disminuyó la desigualdad de la distribución del ingreso total familiar (ITF) y de la del ingreso per cápita familiar (IPCF). En el primer caso pasó de 0,413 a 0,399 y en el segundo de 0,447 a 0,434, en igual período.

La evolución del ratio 90/10, esto es la relación entre el ingreso del percentil noventa y diez de la distribución, también presentó caídas en la comparación interanual. En la población ocupada y respecto del ingreso de la ocupación principal, esta relación cayó de 8,0 a 7,4 entre I.10 y I.11. En igual período, el ratio 90/10 para la distribución del ITF pasó de 7,6 a 7,3, y para la distribución del IPCF de 8,8 a 8,3.

² EL IOO comprende al personal con categoría no superior a la de supervisor afectado al proceso productivo del local, que se encuentre mensualizado o jornalizado, en relación de dependencia o contratado a término. Se excluye a los propietarios, empleadores y socios activos que no perciben sueldo, familiares y otros no asalariados y al personal obrero de agencia, al personal técnico o administrativo, a los trabajadores a domicilio, contratistas y sub-contratistas.

³ EL IHT expresa la cantidad de horas (normales y extras) trabajadas en un trimestre por el personal especificado en la nota al pie anterior, con relación a las horas trabajadas en el año base.

PRINCIPALES INDICADORES DE EMPLEO, SALARIO Y POBREZA

Principales Indicadores

Principales Indicadores	2003	2008	2009	Año 2010				Año 2011
				I 10	II 10	III 10	IV 10	I 11
1.a EMPLEO AGLOMERADOS EPH								
Tasa de actividad		45,9%		46,0%		45,9%		45,8%
Gran Buenos Aires		48,0%		48,3%		48,6%		47,8%
Aglomerados del interior		43,5%		43,5%		43,0%		43,6%
Tasa de empleo		42,2%		42,2%		42,5%		42,4%
Gran Buenos Aires		44,0%		44,3%		44,6%		44,0%
Aglomerados del interior		40,3%		40,0%		40,2%		40,6%
Tasa de desocupación		7,9%		8,3%		7,5%		7,4%
Gran Buenos Aires		8,4%		8,4%		8,2%		7,9%
Aglomerados del interior		7,3%		8,1%		6,5%		6,8%
Tasa de subocupación demandante		6,1%		6,6%		6,1%		5,8%
Gran Buenos Aires		6,2%		6,6%		6,0%		6,0%
Aglomerados del interior		6,0%		6,5%		6,4%		5,5%
Tasa de subocupación no demandante		2,7%		2,7%		2,7%		2,4%
Gran Buenos Aires		3,3%		3,2%		3,4%		3,1%
Aglomerados del interior		2,0%		2,0%		1,8%		1,7%
Tasa de asalarización		76,3%		75,9%		76,6%		76,7%
% de asalariados no registrados		37,0%		34,6%		35,8%		34,1%
1.b Empleo Total Urbano (en miles de personas)								
Población total		35.849		36.531		36.736		36.944
Población económicamente activa		16.178		16.526		16.528		16.658
Ocupados		14.944		15.166		15.343		15.445
Desocupados		1.234		1.360		1.185		1.213
Encuesta de Indicadores Laborales (1) (2)								
Empleo Total		131,9		130,6		133,0		135,4
Industria		139,0		138,8		141,2		143,4
Construcción		136,7		128,3		126,1		124,6
Comercio y Servicios		126,2		126,2		129,2		132,2
Encuesta Industrial Mensual (3)								
Índice de Obreros Ocupados		97,4		94,5		95,5		97,3
Índice de Horas Trabajadas		92,2		83,5		93,5		85,2
2. SALARIOS								
Índice de salarios (Var % anual)		25,2%		17,8%		24,8%		26,6%
Sector Privado Registrado (Var % anual)		22,9%		19,5%		27,1%		28,7%
Sector Privado No Registrado (Var % anual)		32,8%		18,8%		22,1%		26,5%
Sector Público (Var % anual)		25,7%		12,6%		21,2%		21,0%
Índice de salario por obrero Industrial (3)		355,4		486,5		581,0		660,0
3. DISTRIBUCIÓN PERSONAL DEL INGRESO								
Coefficiente de Gini- ingreso per cápita familiar		0,458		0,447		0,448		0,434
Coefficiente de Gini- ingreso ocupación principal		0,406		0,393		0,400		0,379
Brecha de Ingresos ⁴ ingreso per cápita familiar		9,7		8,8		9,3		8,3
Brecha de Ingresos ⁴ ingreso ocupación principal		8,6		8,0		9,0		7,4
4. POBREZA - AGLOMERADOS EPH								
Población Pobre		16,6%		12,0%	1 SEM	9,9%	2 SEM	-
Población Indigente		4,8%		3,1%		2,5%		-

Notas:

(1) Datos correspondientes al Gran Buenos Aires, Gran Córdoba, Gran Rosario y Gran Mendoza, Cuarto Trimestre 2001=100

(2) Base Cuarto Trimestre 2001=100

(3) Base 1997=100

(4) Ratio Percentil90/Percentil 10

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de INDEC y del Ministerio de Trabajo.

Finanzas Públicas

Finanzas Públicas

Resultado Fiscal, Deuda y Financiamiento

En el primer trimestre del año, el resultado primario del Sector Público Nacional No Financiero (SPNNF) totalizó un superávit de \$ 4.846,0 millones lo que implica un crecimiento de \$ 1.374,8 millones en relación al saldo obtenido durante el mismo periodo de 2010. El resultado financiero resultó deficitario en \$ -348,1 millones, saldo más favorable al registrado en I.10, cuando se obtuvo un déficit de \$ -1.068,7 millones. De esta manera, se consolida la mejora en las cuentas fiscales iniciada en el segundo trimestre de 2010, al mantener un alza de los ingresos (31,5% anual) superior, aunque moderada, a la del gasto total y primario (30,2% y 31,3% respectivamente).

En lo que respecta a las erogaciones, los gastos de capital exhibieron una desaceleración en relación a los últimos trimestres del año anterior (23,3% contra 35,2% del III.10 y 40,0% del IV.10), aunque con variaciones superiores a las de los primeros trimestres de 2010.

En relación a los recursos, los Ingresos Tributarios continúan creciendo a tasas elevadas, en sintonía con el dinamismo del nivel de actividad interno: se expandieron en I.11 un 35,2% anual (\$ 14.174 millones adicionales). Por su parte, las Contribuciones a la Seguridad Social registraron una suba de 32,8% anual, representando un 33,9% del total de los ingresos corrientes. Los ingresos totales hubieran crecido a tasas más elevadas si no fuera porque los restantes recursos (No Tributarios y Rentas de la Propiedad) tuvieron un alza de 5,1% anual.

En términos relativos al PIB, el resultado primario en el acumulado doce meses fue superavitario en 1,8% y el financiero en 0,3%, lo que implica una mejora de 0,4 y 0,1 p.p del PIB, respectivamente.

El stock de deuda al I.11 fue de U\$S 173.147 millones (excluida aquella no presentada al canje Dtos. 1735/04 y 563/10) y representó el 46,3% del PIB. Esta caída en el ratio Deuda / PIB se basa en el crecimiento del producto ya que compensa con creces el mayor nivel de endeudamiento de la Nación.

Las emisiones de deuda del Tesoro en moneda extranjera sumaron US\$ 9.741 millones. De este monto solo US\$ 116 millones correspondieron a emisiones de Discount en dólares bajo ley argentina. El resto se asocia a las dos letras intransferibles suscriptas por el BCRA, para la cancelación de deuda con acreedores privados (US\$ 7.504 millones) y con Organismos Internacionales por US\$ 2.121 millones, respectivamente.

Las colocaciones en pesos sumaron \$ 3.031 millones. El 69% correspondió a préstamos del Banco de la Nación Argentina, sin representar financiamiento adicional. El resto fueron letras colocadas a instituciones del SPNNF.

Ingresos

En el primer trimestre del año los Ingresos Corrientes del SPNNF exhibieron un alza de 31,8% anual impulsada por los ingresos tributarios, los cuales explicaron un 63,9% de la suba total al registrar un crecimiento de 35,2% en relación a I.10. Por su parte, las Contribuciones a la Seguridad Social se incrementaron un 32,8%, contribuyendo en un 34,7% a la suba de estos recursos. Estas dos fuentes juntas aportaron el 98,6% de aumento de los ingresos corrientes.

La buena performance exhibida por los Ingresos Tributarios en el trimestre se explica por el desempeño registrado por los tributos vinculados al nivel de actividad interno¹ y las importaciones.

¹El Estimador Mensual de Actividad Económica en el primer trimestre del año arrojó una suba de 9,9% anual.

En lo que respecta al Impuesto al Valor Agregado neto de devoluciones (IVA), en el I.11 el mismo exhibió un crecimiento de 36,7% en relación al mismo período de 2010, lo que implica una leve desaceleración con respecto al IV.10, pero una de las tasas más elevadas de los últimos dos años. Similar trayectoria se observa en el IVA DGI (vinculado al consumo interno) con una suba anual de 28,9%. Por otro lado, el IVA recaudado por la Dirección General de Aduanas en concepto de pagos directos y retenciones, se incrementó un 51,8% anual, impulsado por mayores volúmenes y precios de las importaciones.²

Los Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social finalizaron el trimestre con un crecimiento de 34,8% anual. A nivel desagregado, los Aportes Personales exhibieron una suba de 36,3% anual, ante el aumento de las remuneraciones y el incremento en el empleo registrado. Por su parte, las Contribuciones Patronales se expandieron un 39,3% en relación al mismo trimestre del año anterior, mientras que el monotributo previsional y los regímenes de regularización crecieron sólo un 9,0% anual.

Los Derechos de Exportación (D.E.) tuvieron en I.11 un alza de 26,9% anual, lo que implica una marcada desaceleración en relación a los trimestres anteriores. Como los mayores ingresos por D.E. provienen de la cosecha gruesa y sus derivados, en los últimos años el primer trimestre no es representativo del desempeño a lo largo del año.

En lo que respecta a los Derechos de Importación (D.I), los mismos continúan creciendo a una tasa elevada (+45,7% anual en I.11), aunque inferior a la de los dos trimestres precedentes. Este comportamiento se explica, principalmente, por el incremento de los volúmenes importados, en especial material de transporte, máquinas y aparatos y productos químicos.

La recaudación de Impuesto a las Ganancias también tuvo un desempeño destacado, al

incrementarse un 42,9% anual, lo que implica una sólida suba en términos reales. Por el lado de Sociedades el alza fue del 44,5% anual, este comportamiento resalta aún más si se tiene en cuenta que gran parte de la recaudación de este impuesto tiene un rezago de un año, al pagarse anticipos de acuerdo a las ganancias obtenidas en el ejercicio anterior. Asimismo, se registró un buen nivel de ingresos por el lado de personas físicas, con 26,8% de aumento, originado principalmente en el incremento de salarios, a pesar del efecto negativo del aumento del mínimo no imponible resuelto en los regímenes de retenciones y anticipos.³

Por último, en I.11 la recaudación en concepto del impuesto a los Créditos y Débitos en Cuenta Corriente mantiene su tendencia ascendente al expandirse un 38,7% en relación al mismo trimestre de 2010, lo que implica la mayor alza desde 2003. El crecimiento se explica por el aumento de las transacciones gravadas y está relacionada al desempeño de la actividad económica.

Los tributos que realizaron los mayores aportes al crecimiento de la recaudación nacional fueron IVA, Aportes y Contribuciones y Ganancias, en ese orden: IVA explica el 30,6%, las Cargas Sociales el 26,9% y Ganancias el 19,9%. En conjunto aportan el 70,9% del aumento en los ingresos tributarios. El Impuesto al Cheque, por su parte, aporta 7,2%, las retenciones el 7,4% y los aranceles a las Importaciones 3,4% del total recaudado.

Gastos

El Gasto Corriente exhibió en I.11 un crecimiento de 31,2% anual, en línea con el observado en 2010, aunque fue 6,7 p.p superior a la variación del trimestre anterior.

En relación a los Gastos de Consumo, éstos se expandieron un 26,3% anual, la tasa más baja de los últimos años. Este desempeño se origina en la fuerte reducción de la tasa de creci-

²Las importaciones se incrementaron en I.11 un 26,5% anual en cantidades y 38,3% en valores.

³Por Resolución General de AFIP N°2866 y N°2867 de 2010, respectivamente.

miento de las Remuneraciones (23,5% anual), como consecuencia de un cambio en el pago de salarios que recargó los pagos en el último trimestre de 2010. Las erogaciones en Bienes y Servicios, por su parte, se incrementaron 35,6% anual, a tasas similares a las de los últimos trimestres de 2010.

En lo que respecta a las Transferencias Corrientes, si bien aumentaron nominalmente en su comparación interanual, se observan menores tasas de crecimiento en relación a los últimos dos trimestres de 2010. A nivel desagregado, en I.11 influyeron positivamente las Transferencias al Sector Privado como la Asignación Universal por Hijo para la Protección Social (Decreto N° 1602/2009) y la elevación de los montos de las Asignaciones Familiares (Decreto N° 1729/2009), ambas en el marco de una política más equitativa en la distribución del ingreso.

Las Transferencias Corrientes al Sector Público tuvieron un alza anual de 13,7% en I.11, en línea con el trimestre anterior, pero que refleja una significativa desaceleración respecto a

los restantes trimestres de 2010. Se destacan las transferencias destinadas a Universidades Nacionales que, con un aumento del 35,2% interanual, tuvieron la mayor tasa de variación desde el segundo trimestre de 2009.

Las erogaciones en concepto de Prestaciones a la Seguridad Social crecieron en el trimestre un 31,7% anual, reflejo de la aplicación de la política de movilidad de los haberes previsionales que repercute sobre los beneficiarios del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA).⁴

Por último, luego de dos trimestres con tasas muy elevadas, los Gastos de Capital volvieron a tener una variación anual inferior a los Gastos Corrientes, resultando un 23,3% mayores a I.10. Este desempeño es consecuencia de la combinación de una expansión de la Inversión Real Directa al 28,7% anual y una baja tasa de crecimiento de las Transferencias de Capital a las provincias en I.11, con un 9,7% superiores a las registradas el mismo trimestre de 2010, por la desaceleración de los recursos distribuidos mediante el Fondo Federal Solidario.

⁴ Los aumentos que inciden fueron el de septiembre de 2010 del 16,9% anual y de marzo de 2011 de 17,3%. De esta manera, el haber mínimo alcanzó \$ 1.227,8 a partir de marzo.

PRINCIPALES INDICADORES DE FINANZAS PÚBLICAS

	2008	2009	2010	II 10	III 10	IV 10	I 11
1 SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO							
Base caja - En millones de \$							
Ingresos Corrientes		260.045		83.820		104.259	
Tributarios		150.228		54.738		56.620	
Contribuciones Sociales		77.064		23.116		26.735	
Rentas de la propiedad		15.750		2.840		17.803	
Otros		17.003		3.125		3.101	
Gastos Corrientes		231.350		71.480		91.996	
Remuneraciones		33.777		9.912		15.485	
Intereses		24.417		6.352		6.169	
Prestaciones a la Seguridad Social		83.240		26.883		32.177	
Transferencias Privadas		52.476		17.650		22.500	
Transferencias Públicas		21.245		5.398		8.373	
Otros Gastos Corrientes		16.196		5.286		7.292	
Resultado Económico/ Ahorro		28.695		12.340		12.263	
Recursos de capital		169		21		69	
Gasto de Capital		35.996		11.096		14.338	
Ingresos Totales		260.214		83.841		104.328	
Gastos Totales		267.345		82.576		106.334	
Resultado Financiero		-7.131		1.265		-2.007	
Gasto Primario		242.929		76.224		100.165	
Resultado Primario		17.286		7.617		4.162	
2 RECAUDACIÓN TRIBUTARIA NACIONAL							
En millones de \$							
Impuestos		189.446		68.949		68.610	
Ganancias		55.552		24.885		19.780	
IVA Bruto		91.117		28.529		25.911	
IVA Neto de Devoluciones		87.386		27.727		32.400	
Internos coparticipados		6.718		2.361		2.565	
Créditos y Débitos en Cuenta Corriente		20.561		6.500		7.648	
Combustibles (Naftas)		4.554		1.557		1.841	
Otros		14.675		5.919		4.377	
Sistema de Seguridad Social		75.743		22.850		26.667	
Aportes personales		28.779		8.637		9.964	
Contribuciones patronales		40.887		12.303		14.746	
Otros		6.932		2.193		2.294	
Capitalización y rezagos (-)		854		284		336	
Comercio Exterior		39.741		14.971		15.365	
Derechos de Importación ¹		7.700		2.555		3.397	
Derechos de Exportación		32.042		12.417		11.967	
Total Recursos Tributarios		304.930		106.770		110.641	
Distribución Institucional							
Administración Nacional		145.539		53.128		53.549	
Contrib. Seguridad Social		72.926		22.000		25.612	
Transf. Automáticas a Provincias		75.104		27.860		27.150	
Otros destinos		11.361		3.781		4.331	
3 DEUDA²							
En millones de USD							
Deuda Pública Bruta del Sector Público Nacional No Financiero (SPNNF) ³		147.119		156.691		164.330	
A vencer		140.874		150.788		158.001	
Atrasos (Club de París y otros)		6.245		5.903		6.330	
Deuda Pública del SPNNF con el Sector Privado		53.481		55.542		63.314	
Deuda Pública Bruta del SPNNF en pesos		67.593		65.671		67.749	
Deuda Pública Bruta del SPNNF en moneda extranjera		79.526		91.020		96.581	
Deuda Externa del SPNNF		55.007		60.404		61.839	
En Porcentaje							
Deuda Pública Bruta / PBI		48,8		48,1%		45,8%	
Deuda Pública con Sector Privado / PBI		17,7		17,2%		17,6%	
Deuda en Moneda Extranjera / Deuda Bruta		54,1		58,1%		58,8%	
Deuda a Tasa Variable / Deuda Bruta		29,2		32,0%		30,9%	
Deuda de Corto Plazo / Deuda a Vencer		10,5		8,3%		10,1%	

¹ Incluye Tasa de Estadística

² Stock al último día del período considerado.

³ Excluida la deuda no presentada al Canje (Dto. 1735/2004).

Deuda Pública Argentina: del Endeudamiento a la Sostenibilidad

Participaron en la elaboración de esta Nota Técnica:
Martín Guzmán, Nicolás Todesca y Pablo Mira

1. Introducción

En la historia económica argentina el endeudamiento ha sido un tema recurrente. En varias ocasiones el sobreendeudamiento fiscal y externo terminaron en violentas crisis que significaron la necesidad de revisiones de contratos a gran escala y de redefinición del esquema de crecimiento. Modernamente, el sobreendeudamiento está asociado al concepto de sostenibilidad.

El problema de la sostenibilidad fiscal y externa puede entenderse a partir de las restricciones de presupuesto. La sostenibilidad fiscal refiere a la percepción por parte de los agentes que interactúan con el gobierno, y del gobierno en sí mismo, de la capacidad de este último para repagar su endeudamiento con el resto de los agentes económicos, entre los cuales figura el propio sector privado interno, el sector privado del resto del mundo, y sectores públicos del resto del mundo. La sostenibilidad externa, en cambio, refiere a la percepción de los agentes del resto del mundo y del conjunto de agentes de la economía interna sobre la capacidad del conjunto de la economía interna (es decir, la suma del sector privado y el sector público) para repagar su endeudamiento con el resto del mundo. Por tanto, el concepto de sostenibilidad fiscal refiere a la relación entre el gobierno y el resto de los agentes, mientras que el de sostenibilidad externa refiere a la relación entre la economía interna en su conjunto y el resto del mundo.

En la práctica, sin embargo, las experiencias de crisis en Argentina significaron cierta equivalencia de ambos términos. La razón es que cuando acumula deuda externa, ésta se asocia al repago del componente de deuda pública con el resto del mundo. En la ocasión en que un problema de sostenibilidad de deuda ex-

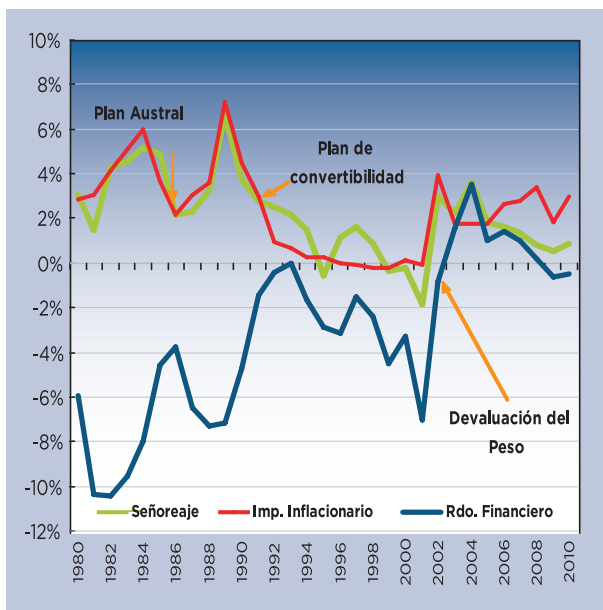
terna podía surgir por el comportamiento del sector privado independientemente del sector público, como ocurrió en 1982, la deuda fue estatizada, transformándose en la práctica en un problema de sustentabilidad fiscal.

En los últimos años, Argentina logró transformar una limitación endémica de debilidad fiscal en una posición de marcada fortaleza de las finanzas públicas, que ha permitido recuperar la capacidad de ejercer la política macroeconómica. El presente trabajo repasa las finanzas públicas de los últimos treinta años, explicando cuáles fueron los desarrollos que llevaron de una situación de endeudamiento y *default* a una dinámica con características sostenibles. En la Sección 2 se realiza una breve revisión de lo ocurrido con las cuentas fiscales y la deuda pública en las últimas décadas. En la Sección 3 se explica la cuestión de la sostenibilidad desde una perspectiva teórica no formal y se presenta una primera aproximación econométrica que evalúa este punto. La Sección 4 ofrece las reflexiones finales.

2. Deuda Pública en Argentina

Durante las tres décadas que abarca el período 1980-2010, el comportamiento fiscal del Sector Público Consolidado se vio condicionado por cambios profundos de las fuentes de financiamiento disponibles. Durante la década del '80, la ausencia de financiamiento externo motivó la financiación de los desequilibrios fiscales por medio del impuesto inflacionario. De modo contrario, el esquema cambiario adoptado durante la década del '90 y las facilidades existentes para recurrir al mercado de capitales internacional conllevaron a un abultado endeudamiento. Finalmente, a partir del año 2005 se produce una serie de hechos que llevaron a una mejora sustancial en el perfil del endeudamiento del sector público.

Gráfico 1
Señoreaje, Impuesto Inflacionario
y Resultado Financiero
 (% PIB- Sector Público Consolidado)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y Secretaría de Hacienda

Crisis de la deuda e impuesto inflacionario: 1980-1990.

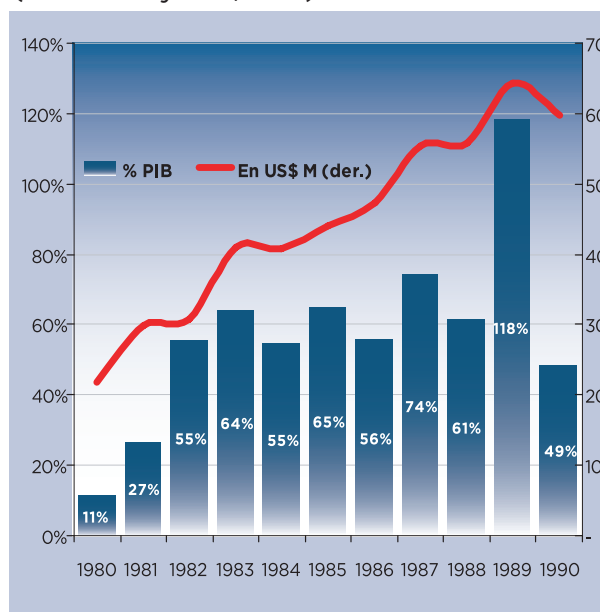
Para analizar la evolución del *stock* de deuda pública de la Argentina en esta década, resulta necesario destacar ciertos aspectos internos y externos ocurridos con anterioridad. En relación a los factores externos, el fin del sistema de Bretton Woods en 1971 y la abundante liquidez del sistema financiero internacional provocada por el *shock* petrolero de 1973, iniciaron un proceso de crecimiento de los flujos financieros internacionales y bajas tasas de interés. Internamente, la dictadura militar se embarcó en la adopción de reformas neoliberales, manifestadas en la modificación de la Ley de Entidades Financieras de 1977 y los sucesivos programas con el FMI (1976-1977).

En este contexto de bajas tasas de interés internacionales, la deuda del Sector Público verificó un crecimiento sin precedentes. La facilidad para acceder al mercado de capitales internacional postergó todo intento por sanear las cuentas fiscales (las cuales exhibían abultados déficits) y

realizar la postergada reforma tributaria.

El financiamiento del déficit público con deuda externa llegó a su fin a comienzos de los '80. Con el triunfo del paradigma monetarista, en 1982 el presidente de la Reserva Federal de los EE.UU Paul Volcker se embarca en una agresiva suba de tasas de interés con el objetivo de contener el crecimiento de la inflación. Las consecuencias para la Argentina (cuya deuda externa se encontraba sujeta a tasas variables) fueron calamitosas, decretándose el *default* de la deuda pública en dicho año.

Gráfico 2
Deuda Pública 1980-1990
 (en % PIB y US\$ MM)

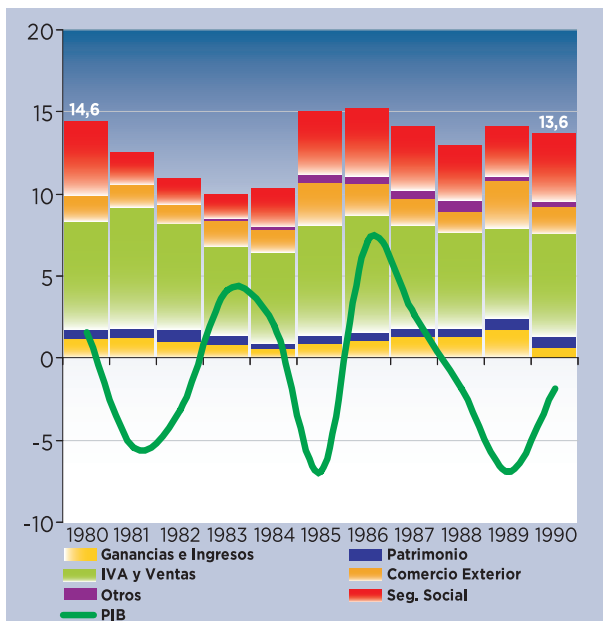


Fuente: Elaboración propia en base a Ferreres (2006) y MECON

Este proceso de endeudamiento y el súbito cambio del contexto internacional condicionó la política pública durante toda la década del '80. Entre 1976 y 1983 la deuda pública del Sector Público Nacional se multiplicó por tres (+US\$ 30.600 millones o 35 p.p del PIB). La década del '80 se caracterizó por la existencia de un bajo crecimiento y elevada volatilidad del producto. En los diez años el PIB se contrajo a una tasa anual promedio de -0,8%, mientras que el consumo privado lo hizo en -0,1%. La recaudación tributaria se mantuvo casi constante en relación al PIB, ante la baja

Gráfico 3 Presión tributaria Bruta del SPN y PIB 1980-1990

(En % PIB y Variación Anual)



Fuente: Elaboración propia en base Dirección de Análisis de Gasto Público

eficiencia recaudatoria y el decepcionante comportamiento del nivel de actividad. Esta situación se observa con claridad en el Gráfico 3. La presión tributaria bruta del Gobierno Nacional se redujo en 1 p.p. punta a punta, mientras que el PIB se contrajo durante la mitad de la década.

A partir del colapso de 1982 Argentina se mantuvo en *default* o bien en un período de constantes reestructuraciones de los pasivos públicos. Por este motivo, el acceso a los mercados internacionales se mantuvo cerrado casi toda la década. La conjunción de este factor con la baja eficiencia recaudatoria resultan esenciales para comprender el nuevo mecanismo de financiamiento del sector público: el señoreaje y el impuesto inflacionario.

El crecimiento de la deuda pública durante el principio de los años '80 se encuentra íntimamente vinculado con la evolución de los desequilibrios financieros del sector privado. En este sentido, en el período comprendido entre 1979 y 1982 se produjo un intenso proce-

so de "estatización" de la deuda privada por medio de dos canales. En primer lugar, ante el advenimiento de la primera crisis del sistema financiero en 1980, el sector privado comenzó a sustituir activos internos por externos con el fin de cancelar sus pasivos externos. Bajo la excusa de mantener las pautas cambiarias y alcanzar la estabilidad de las expectativas (la "Tablita" de Martínez de Hoz), el sector público compensó la salida de capitales privados con un creciente endeudamiento externo. De esta manera, el estado obtenía divisas por medio de toma de deuda, que luego vendía al sector privado a un tipo de cambio atrasado, constituyéndose en un subsidio implícito. En segundo lugar, durante los años 1981 y 1982 el BCRA efectivizó un sistema de contrato de seguros de cambio y swaps, los cuales aseguraban al tomador un dólar futuro muy por debajo del valor de mercado. En este período, se acogieron al sistema deudas por US\$ 9.600 millones (70% de la deuda privada total). Al vencer estos contratos, la autoridad monetaria se encontró en una débil posición de divisas y al no poder cumplir con los contratos, tomó como propia la deuda privada (Frenkel, Faneli, Sommer; 1985).

A partir de 1982, sin posibilidad de financiamiento externo y con una estructura tributaria ineficiente, el sector público nacional se vio forzado a la monetización del déficit fiscal. Si bien esta ha sido una práctica habitual en la historia económica argentina, durante la década del '80 adquiere una magnitud significativa. En el Gráfico 4 se observa el déficit financiero, el señoreaje y el impuesto inflacionario en relación al PIB. Con la excepción de 1985 (año del lanzamiento del plan Austral) cuando se observa una reducción en la monetización del déficit fiscal, durante toda la década se recurre a estos instrumentos. Durante gran parte de la década del '80, ocurre un fenómeno particular: el impuesto inflacionario y señoreaje toman valores casi equivalentes. Esto implica que el señoreaje proveniente de un crecimiento de la demanda de saldos reales es casi nulo (inclusive a veces es negativo).

El segundo Ciclo de Endeudamiento: 1990-2000.

Los años '90 se destacan por el retorno de la Argentina a los mercados internacionales de deuda, luego de casi una década en cesación de pagos o restructuración permanente. Presionada por las necesidades, para normalizar esta situación Argentina debía en primer lugar encarar un plan de estabilización macroeconómica y en segundo lugar lograr un acuerdo con los organismos internacionales de crédito. La primera condición se alcanzó con la puesta en marcha del Plan de Convertibilidad, por medio del cual el Estado perdía la posibilidad de obtener financiamiento proveniente de la emisión monetaria. El impuesto inflacionario cae a cero, aunque la acumulación de saldos reales resulta positiva, especialmente en los primeros cuatro años del proceso de estabilización. El visto bueno de los organismos internacionales de crédito se obtiene luego de un extenso programa con el FMI entre los años 1991-1992, bajo el cual se acordó la implementación de una serie de medidas estructurales: flexibilización laboral, privatizaciones de empresas públicas y amplia apertura económica y financiera.

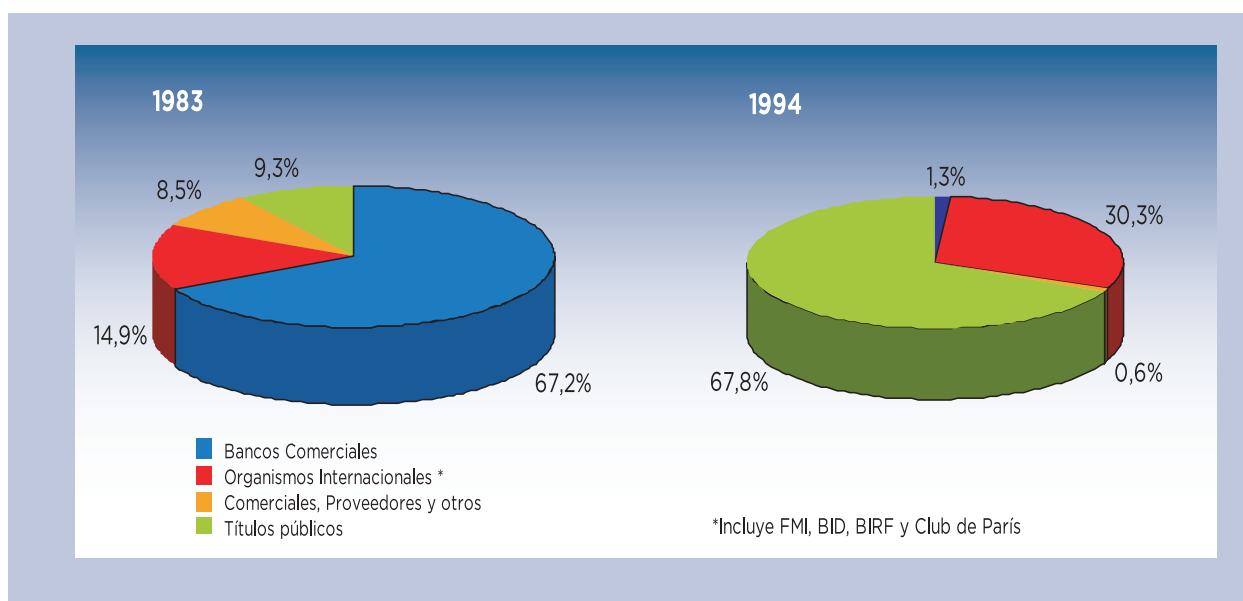
En estas condiciones, en 1992 la Argentina

suscribe al denominado Plan Brady, por medio del cual se canjeó la deuda pública en *default* por nuevos títulos. El Plan Brady modificó radicalmente el perfil de la deuda pública, puesto que la deuda con instituciones financieras particulares en EE.UU y Europa finalizó en manos de organismos multilaterales de crédito y tenedores particulares (atomización de la deuda pública).

Si bien el Plan Brady implicó un alivio en los vencimientos de deuda de corto plazo, la emisión de los nuevos bonos resultó en un crecimiento de la deuda pública nacional e inauguró una dinámica explosiva de endeudamiento en los años subsiguientes. La normalización de la situación de pago de la deuda pública argentina durante los años 90 significó un segundo ciclo de endeudamiento. Entre 1990 y 2000 los pasivos del sector público nacional se incrementaron desde US\$ 60.000 millones a US\$ 128.000 millones, un alza de 114%, aunque la sobrevaluación cambiaria ocultaba parte de la magnitud de la deuda.

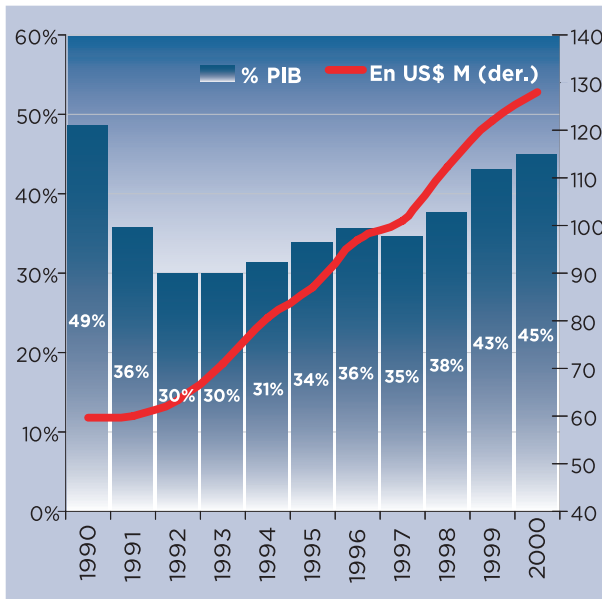
El crecimiento de la deuda pública durante este periodo tiene una estrecha relación con la nueva estructura macroeconómica establecida tras el plan de convertibilidad, así como

Gráfico 4
Deuda Pública del Sector Público Nacional
Por Tipo de Acreedor



Fuente: Elaboración propia en base a MECON

Gráfico 5
Deuda Pública 1990-2000
(en %PIB y US\$ MM)



Fuente: Elaboración propia en base a Ferreres (2006) y MECON

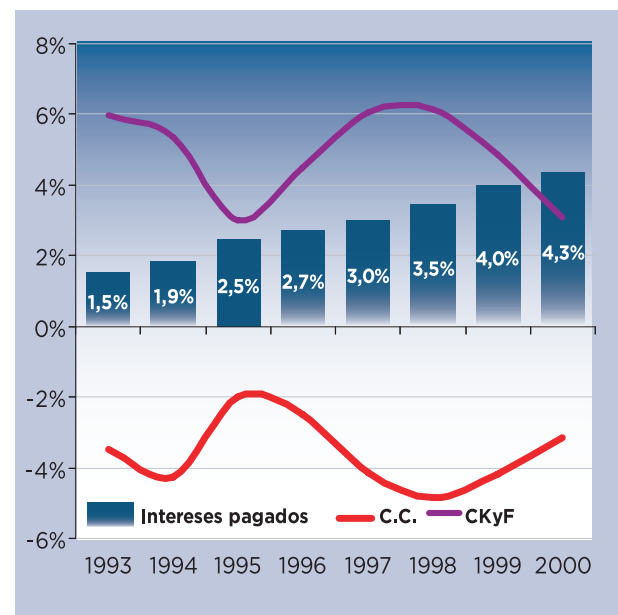
también con decisiones particulares de política económica. En relación a este primer factor, el establecimiento de la paridad cambiaria con el dólar y el control inflacionario tuvieron un fuerte impacto en las expectativas de ingreso futuro de los agentes privados y público, que encararon un proceso de endeudamiento rápido con el exterior. La sobrevaluación del tipo de cambio, la apertura económica y el peso de los intereses de la deuda externa, llevaron a un fuerte y creciente déficit de cuenta corriente, el cual promedió un 3,6% del PIB entre los años 1993 y 2000. Los sucesivos déficit externos fueron cubiertos por medio de endeudamiento en el exterior, conformándose el sector público como un proveedor neto de divisas por doble vía (endeudamiento en moneda extranjera y privatizaciones).

Por otro lado, algunas políticas económicas tomadas por el sector público nacional y tuvieron un impacto negativo en la salud de las cuentas públicas y en la estructura fiscal nacional (Amar, 2008). Entre estas, se destaca la privatización del sistema de la seguridad social en 1994, que contribuyó al estrechamiento de las finanzas públicas. Los problemas de

caja del sector público intentaron solucionarse por medio de un incremento en la eficiencia fiscal y la elevación de alícuotas de ciertos tributos. En este sentido, se destaca la suba del Impuesto al Valor Agregado al 21% en 1995, el cual implicó que la estructura tributaria se tornara más regresiva. Sin embargo, la eficiencia recaudatoria no alcanzó a elevar la presión tributaria, que pese a elevarse en 1992, mostró una tendencia decreciente en los años posteriores, principalmente por el crecimiento de la informalidad.

La necesidad de obtener divisas para sostener el esquema cambiario, el constante déficit del sector público y la incapacidad de recurrir al señoreaje fueron las principales causas de esta segunda fase del endeudamiento público en Argentina. A partir de las sucesivas crisis financieras en los mercados emergentes (Asia 1997, Rusia 1998 y Brasil en 1999), el mercado financiero internacional comenzó a dudar sobre la capacidad de pago de la Argentina. En este contexto, las tasas exigidas para las nuevas colocaciones de títulos públicos exhibieron una suba considerable, incrementándose

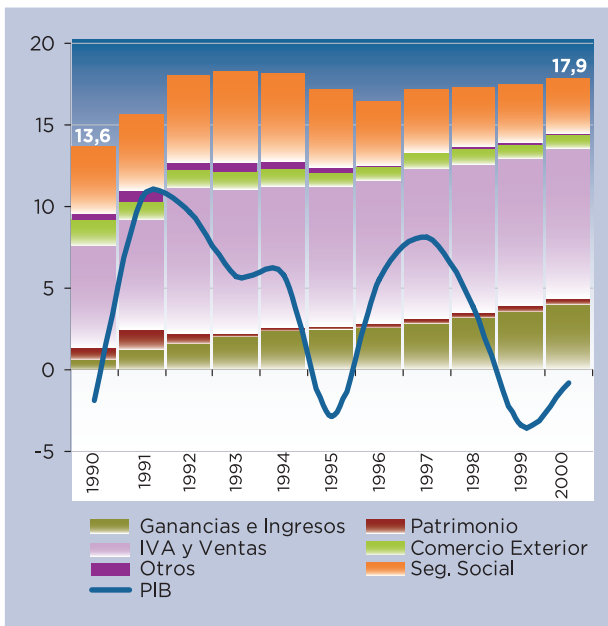
Gráfico 6
Cuenta Corriente, Cuenta Capital y Financiera en Intereses Pagados
(en %PIB)



Fuente: INDEC

Gráfico 7 Presión Tributaria Bruta del SPN y PIB 1990_2000

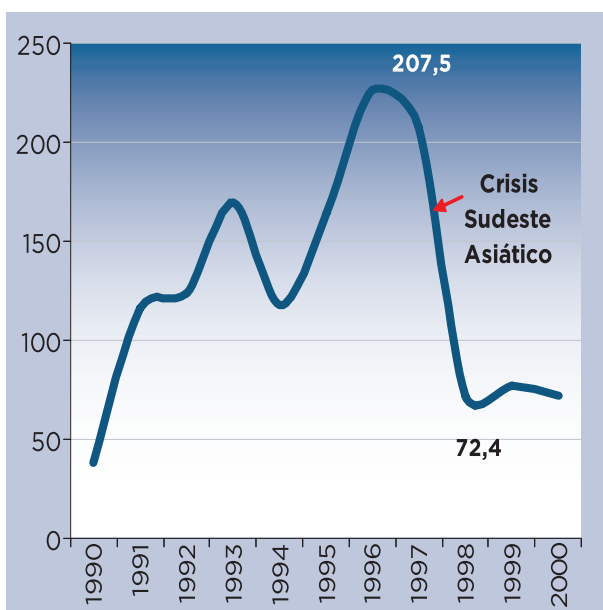
(en % PIB y Var. anual)



Fuente: Elaboración propia en base a Dirección de Análisis de Gasto Público

se también el peso de los servicios de la deuda. Esta percepción de riesgo argentino fue acompañada por una retracción de los flujos

Gráfico 8 Flujo total de Capitales Privados a Economías Emergentes (en US\$ MM)



Fuente: FMI

de capitales hacia las economías emergentes en general. Si bien en 1997 los flujos de capitales privados a estos países se ubicó en US\$ 207.000 millones, en 1998 los mismos se contrajeron un 65%, permaneciendo en niveles bajos en el quinquenio posterior.

Crisis, Default y Desendeudamiento: 2000-2010

Hacia el año 2000, la situación de pago de la deuda pública era insostenible y las tasas exigidas al país para colocar deuda al exterior eran excepcionalmente elevadas. En este contexto, el gobierno nacional recurrió a los organismos multilaterales de crédito en busca de financiamiento, acordándose el denominado “blindaje financiero”. El mismo constaba de un paquete de asistencia del FMI, BID y BM por US\$ 19.700 millones a una tasa de 7,5% anual, a ser desembolsados entre 2000 y 2001. A cambio, el gobierno se comprometió a reducir el desequilibrio de las cuentas públicas (mediante un severo ajuste presupuestario) y a desregular las obras sociales. Las expectativas generadas por el “blindaje” fueron rápidamente desbaratadas, al frustrarse la colocación de nuevos títulos en el exterior.

Ya comenzado el año 2001, la escasez de divisas se manifestó en corridas contra el Peso, incrementando la urgencia de recurrir a los mercados de deuda internacionales. El último intento por evitar el *default* de la deuda pública se realizó en mayo de 2001, con el último canje de deuda (denominado “Megacanje”). En esta etapa, se rescataron bonos por US\$ 29.500 millones, emitiendo títulos por US\$ 30.500 millones a 7, 17 y 31 años. El objetivo de este último canje no era el de conseguir una reducción en el monto de la deuda, sino en prorrogar el cronograma de vencimientos de la deuda (se consiguió postergar US\$ 16.000 millones hasta 2005).

Los resultados del “Megacanje” resultaron insuficientes en relación a la magnitud de las necesidades de financiamiento. En dicho año, los intereses de la deuda pública representaban casi el 22% de los recursos tributarios totales,

CUADRO 1 INDICADORES DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO

INDICADORES	2001	2002
Deuda Bruta (% PIB)	53,7%	166,4%
Deuda Externa (% PIB)	31,5%	95,3%
Deuda en MONEX (% Deuda Total)	96,9%	79,1%
Deuda Externa (% RRII)	427,3%	836,2%
Deuda Externa (% Exportaciones)	448,5%	415,1%
Deuda Externa (% Exportaciones)	271,3%	300,6%
Intereses Pagados (% Recursos tributarios)	21,9%	Default

Fuente: Secretaría de Hacienda

mientras que la deuda pública en moneda extranjera superaba en cuatro veces y media las exportaciones.

La cesación de pagos comenzó formalmente en enero de 2002, pese a que regía de facto desde fines de 2001. Del total de la deuda pública a diciembre de 2001 (US\$ 144.450 millones), un US\$ 81.800 millones fueron declarados en *default*.

El primer paso hacia la normalización se realizó en 2005, proponiéndose una fuerte quita en el *stock* de deuda en *default*. La propuesta

argentina alcanzó una aceptación del 76,15%, con lo cual el país canjeó títulos en *default* (US\$ 62.300 millones) por una serie de nuevos bonos (US\$ 35.300 millones). El relativo éxito del canje de deuda permitió reducir el denominado riesgo país a niveles similares al de otras economías emergentes y emitir deuda en el mercado internacional hacia 2007 (Boden 2015).

En diciembre de 2005 el gobierno nacional cancela con reservas de libre disponibilidad la deuda total con el FMI, que ascendía a US\$ 9.810 millones. En octubre de 2008, con el advenimiento de la crisis financiera internacional, el Congreso de la Nación sanciona la ley de reestatización de los fondos de la seguridad social. De esta manera, una gran cantidad de títulos públicos que se encontraban en manos de las AFJP pasaron a la Administración Nacional de la Seguridad Social.

En 2010 se realizó una oferta para incluir a aquellos inversores que se habían mantenido al margen del canje de 2005. Los resultados fueron muy alentadores, alcanzando una aceptación de 66% (US\$ 12.000 millones), lo que implicó la normalización del 92,4% de la deuda total declarada en *default* en 2002. A lo largo de 2010 el gobierno nacional constituye el Fondo de Desendeudamiento de la Argentina (FONDEA) por medio del cual el Sector Público Nacional canceló deuda con acreedores privados y organismos internacionales con la utilización de reservas de libre disponibilidad del BCRA.

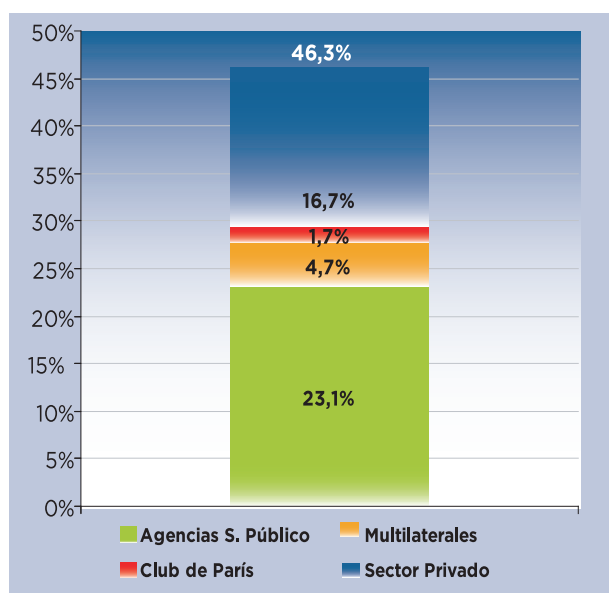
Gráfico 9
EMBI Argentina
En puntos básicos



Fuente: Bloomberg

Los sucesivos canjes, la estatización de los fondos de seguridad social y la cancelación de deuda mediante el uso de reservas, han cambiado sustancialmente el perfil de la deuda pública. Si bien la deuda pública bruta del SPN representaba hacia el primer trimestre de 2011 un 46,3% del PIB, más de la mitad de la misma se encuentra en manos de agencias del sector público (ANSES, BCRA, BNA, etc.) Por otro lado, la vida promedio de los pasivos públicos hacia 2002 alcanzaba los seis años, mientras que en la actualidad supera los once.

Gráfico 10
Estructura Deuda Pública SPN
(En % PIB-Primer Trimestre de 2011)



Fuente: Secretaría de Finanzas

3. Sostenibilidad de la Deuda Pública Argentina

La capacidad de un gobierno para manejar sus déficits fiscales es esencial para la política económica. El análisis de sostenibilidad de la deuda pública por parte de deudores y acreedores contribuye a la determinación del límite de deuda al que puede llegar un gobierno. Una vez alcanzado ese límite, las opciones son básicamente dos: contraer la política fiscal, o recurrir a la monetización de los déficits. Contraer la política fiscal puede resultar contraproducente si, como ocurre en Argentina, el gasto tiene un importante sesgo social y comparte al mismo tiempo un objetivo de

mantener una demanda agregada firme. Recurrir al señoreaje sistemático, mientras tanto, puede contribuir a convalidar eventuales presiones inflacionarias, en tanto los agentes disponen de una fuente para demandar divisas, presionando sobre el tipo de cambio nominal y, por lo tanto, sobre los precios. Por tanto, el concepto de sustentabilidad fiscal es relevante para llevar adelante una política fiscal autónoma que permita actuar de acuerdo a las necesidades de la macroeconomía.

La determinación de un umbral como indicador de sostenibilidad depende de las características de la economía que se analice. Dos de estas características son la profundidad de los mercados financieros y de las expectativas de repago por parte de los actores involucrados. Si bien un mercado financiero local desarrollado contribuye a proveer financiamiento interno sin crear una excesiva vulnerabilidad en las hojas de balance del sector privado, no es fácil determinar las medidas que permitan establecer tal grado de desarrollo. Por ejemplo, en principio es posible que en economías desarrolladas con mercados de deuda profundos y con presencia internacional el ratio deuda/PBI pueda tomar valores mucho más altos que los del resto de los países del mundo, y sin embargo no ponerse en duda la sostenibilidad de su deuda. Pero en estos casos existe una correlación entre desarrollo financiero y desarrollo institucional en general de la economía (conceptualizado como una proxy de la "confianza"). En los países de desarrollo medio, sin embargo, es posible encontrar períodos de rápida profundización del sistema financiero (de acuerdo a algunos indicadores), pero a costa de una alta vulnerabilidad. En estos casos, no es obvio que un sistema financiero profundo sea garantía de mayor sostenibilidad de deuda.

En cuanto a las expectativas de repago, es evidente que el ejercicio de determinar si una determinada trayectoria es sostenible requiere prever la evolución futura de un conjunto de variables macroeconómicas. En rigor, la deuda pública es sostenible si cumple con la condición de solvencia, que es aquella que establece que el valor presente de los ingresos

fiscales se iguala a la deuda pública inicial más el valor presente de los gastos del gobierno. Pero la recaudación del futuro es en parte función del crecimiento (de largo plazo) de la economía. La dinámica del gasto público, a su vez, contiene un módulo discrecional, y otro que también depende del ingreso futuro.

En el caso argentino, el pasado no siempre ha resultado una guía adecuada para desentrañar el comportamiento futuro. A medida que se agrega nueva información a la serie, la tendencia se modifica sustancialmente.

La noción general de sostenibilidad es sencilla: la misma se pone en duda cuando el ratio deuda/PIB alcanza un valor considerado "excesivo". En otras palabras, existe un problema de sostenibilidad cuando los ingresos del gobierno no son suficientes para poder financiar los costos asociados a la nueva emisión de deuda, o lo que es lo mismo, lo que se recauda no es suficiente para repagar los intereses de la deuda preexistente, por lo que debe emitirse más deuda para pagar la deuda anterior. Cuando esto ocurre durante cierto número de períodos consecutivos, se puede entender a la situación fiscal como no sostenible.

El Anexo provee el marco teórico formal utilizado para las estimaciones realizadas, las fuentes de los datos y algunos antecedentes. La

estrategia usual para determinar la solvencia financiera del gobierno consiste en testear si los ingresos y los gastos del gobierno pueden continuar teniendo el mismo patrón de comportamiento que vienen teniendo en el pasado pudiéndose a la vez satisfacer la restricción intertemporal de presupuesto. En esencia, lo que un test de cointegración indica es que, si las series se siguen comportando en el futuro como lo han hecho hasta el presente, entonces la deuda será sostenible o no, dependiendo de si se acepta o se rechaza la cointegración. En particular, si las erogaciones y los ingresos del gobierno no están cointegrados, eso significa que hay pocos riesgos para generar dinámicas insostenibles.

Sin embargo, en el caso de la economía argentina, es claro que el pasado de las series no resulta una guía adecuada para la desentrañar el comportamiento futuro de la serie. Por esta razón, es necesario complementar los tests de cointegración con un análisis de robustez, para lo cual se realiza un análisis recursivo de cointegración, que consiste en evaluar la hipótesis cambiando la extensión de la serie de manera sucesiva, lo que permite analizar la sensibilidad de la percepción de sostenibilidad de acuerdo a mirar el pasado en función del período de tiempo elegido.

El Cuadro 1 muestra los resultados de las esti-

**Cuadro 1:
TEST DE COINTEGRACIÓN**

Período	b estimado	t	Intervalo de confianza -95%
1961-2009	0.833	103.38	(0.816 - 0.849)
1961-1982	0.738	165.68	(0.728 - 0.747)
1982-2009	0.824	89.33	(0.805 - 0.747)
1961-1989	0.824	330.44	(0.819 - 0.829)
1989-2009	0.876	39.72	(0.830 - 0.922)
1961-1990	0.824	337.16	(0.819 - 0.829)
1990-2009	1.040	0.026	(0.985 - 1.095)
1961-1992	0.829	239.97	(0.822 - 0.836)
1992-2009	1.035	34.48	((0.971 - 1.099)
1961-1999	0.828	212.34	(0.820 - 0.836)
1961-2002	0.828	202.79	(0.819 - 0.836)
2002-2009	0.943	20.75	(0.832 - 1.054)

maciones recursivas del coeficiente b de cointegración de la ecuación (9) del Anexo. En el cuadro se indica el período tomado, el valor estimado del coeficiente, el valor del estadístico t y el intervalo de confianza del coeficiente estimado, a un nivel de confianza del 95%.

Las conclusiones más relevantes que obtenemos de los tests realizados son las siguientes.

Primero, en todos los tests realizados se rechaza de manera significativa la hipótesis nula de ausencia de cointegración. Segundo, para la muestra entera, se obtiene cointegración parcial, lo que significa que durante el período 1961-2009 los recursos crecen a una tasa menor que las erogaciones. Tercero, y pese a lo anterior, este resultado no es robusto al período de tiempo escogido: en particular, durante el período 2002-2009 ingresos y gastos crecen aparejados. Si las series se comportan como ocurrió en el período 2002-2009 las finanzas Públicas sostendrían su solidez en el futuro.

4. Reflexiones Finales

Por definición del concepto y debido al hecho de que la evolución de las economías en el futuro no es conocida con certeza en el presente, un juicio de sostenibilidad incluye grados de subjetividad que hace que sea difícil un consenso acerca de la validez del resultado que se obtenga. Sin embargo, esto no significa que sea imposible detectar potenciales situaciones en las que el cumplimiento de la condición de solvencia se vuelve dudoso.

A partir del estudio de los fundamentales macroeconómicos, en este trabajo se ha mostrado que en el caso argentino no hay razones suficientes que permitan concluir que la política fiscal no es sostenible. El equivalente técnico de esta afirmación es que para que no haya sostenibilidad fiscal, debería darse el caso que en el futuro las series se comportarán de forma diferente de cómo lo vienen haciendo hasta el presente.

La política macroeconómica ha contribuido a mejorar la sostenibilidad de la deuda pública argentina por la vía de la reestructuración de la deuda, la acumulación de superávits fiscales y externos, y el crecimiento de la capacidad de pago (el producto). Pero ha habido también acciones relacionadas con la política de deuda, destacándose la reapertura del canje de deuda en 2010, la cual permitió normalizar más del 90% de la deuda susceptible de reestructuración en el año 2005. Por otro lado, el canje de deuda ajustable por CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia) por pasivos en pesos con tasa Badlar durante el año 2009 permitió mejorar la composición de la deuda pública. Finalmente, la significativa participación del sector público entre los acreedores de la deuda le otorga flexibilidad y margen de maniobra a la gestión de pasivos.

Referencias

Afonso, A. (2004). "Fiscal Sustainability: the Unpleasant European Case". FinanzArchiv: Public Finance Analysis.

Aráoz, M., A. Cerro, O. Meloni y T. Soria Genta (2007). "Testing the Sustainability of Argentine Fiscal Policy: 1865-2002".

Cetrángolo, O., M. Damill, R. Frenkel, J. Jiménez (1997). "La sostenibilidad de la política fiscal en América Latina: el caso argentino". BID-Red Regional de Centros de Investigación en Economía Aplicada. Documento de Trabajo R-315.

Croce, E y J. Ramon (2003). "Assessing Fiscal Sustainability: A Cross-Country Comparison". IMF Working Paper.

De Castro, A., M. Cavalcanti, E. Reis y F. Giambiagi (1998). "A sustentabilidade do endividamento externo brasileiro". Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Texto para discussão N602.

Galiani, S., D. Heymann y M. Tommasi (2003). "Missed Expectations: The Argentine Conver-

- tibility.” William Davidson Institute Working Paper No. 515.
- Goldstein, M. (2003). “Debt Sustainability, Brazil, and the IMF.” Institute for International Economics. N03-1.
- Guzmán, M. (2011): “Fiscal Policy Sustainability and Recursive Sensitivity: The Case of Argentina”. Mimeo.
- Hakkio, C. y M. Rush (1991). “Is the Budget Deficit “too large”?” Economic Inquiry. Vol. 29.
- Hamilton, J. y M. Flavin (1986) “On the limitations of government borrowing: a framework for empirical testing.” American Economic Review. Vol. 76.
- Haug, A.(1992) “Cointegration and government borrowing constraints: evidence for the United States.” Journal of Business and Economics Statistics. Vol. 9.
- Heymann, D. (1996). “Una nota sobre indicadores de la deuda externa.” Revista de Economía, Banco Central del Uruguay.
- Kaminsky, G., y C. Reinhart (1998). “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payment Problems.” American Economic Review.
- Kaminsky, G., S. Lizondo, y C. Reinhart (1998). “Leading Indicators of Currency Crises”. IMF Staff Papers Vol45 N1.
- Martin, G. (2000). “U.S. deficit sustainability: a new approach based on multiple endogenous breaks.” Journal of Applied Econometrics. Vol. 15: 83-105.
- Mendoza, E. y M. Oviedo (2006). “Public Debt, Fiscal Solvency, and Macroeconomic Uncertainty in Latin America: The Cases of Brazil, Colombia, Costa Rica, and Mexico.”
- Reinhart, C. y K. Rogoff (2008a). “This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises”. NBER working paper.
- Reinhart, C. y K. Rogoff (2008b). “Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison”. NBER working paper.
- Sargent, T. y N. Wallace (1981). “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic.” Federal Reserve Bank of Minneapolis.

ANEXO

Cálculo de Sostenibilidad

Varios estudios han llevado a cabo análisis cuantitativos de sostenibilidad fiscal (cf. Afonso (2004) para el caso de la Unión Europea, Cetrángolo et al (1997) y Aráoz et al (2008) para el caso argentino, Croce y Ramon (2003) para una muestra de 24 países, De Castro et al (1998) y Goldstein (2003) para Brasil, y Mendoza y Oviedo (2006) para un conjunto de países latinoamericanos, entre otros). En la mayoría de tales trabajos se intenta testear el cumplimiento de la restricción intertemporal de presupuesto junto a la condición de transversalidad del gobierno. Los métodos más utilizados han sido tests de estacionariedad para el *stock* de deuda pública y tests de co-integración entre los gastos y los ingresos del gobierno.

En este caso, para realizar los tests partimos de la restricción intertemporal de presupuesto. En un período t cualquiera, la restricción que enfrenta el gobierno es:

$$G_t + (1+r_t)B_{t-1} = T_t + B_t \quad (1)$$

donde G denota los gastos del gobierno excluyendo intereses sobre la deuda, T los ingresos del gobierno (que incluyen el señoreaje), B es la deuda pública y r es la tasa de interés real. Adelantando la Ecuación (1) infinitos períodos, llevando cada una de ellas a valor presente y sumándolas, se obtiene la restricción intertemporal de presupuesto del gobierno:

$$(1+r_t)B_{t-1} = \sum_{f=0}^{\infty} \frac{(T_{t+f} - G_{t+f})}{\prod_{j=0}^{\infty} (1+r_{t+j})} + \lim_{f \rightarrow \infty} \frac{B_{t+f}}{\prod_{j=0}^{\infty} (1+r_{t+j})} \quad (2)$$

El segundo término del lado derecho de la expresión (2) es el valor presente de la deuda terminal. Para que el gobierno sea solvente, este término debe ser cero. Si es positivo, significa que la deuda crece más rápido que los intereses, es decir, se acumula deuda para pagar intereses de la deuda, algo que es percibido como insolvencia fiscal por parte de los

acreedores. Si es negativo, significa que el gobierno recaudaría más en valor presente que lo gasta, lo cual es un malgasto de recursos. Cuando ese límite es cero, el valor presente de los superávits primarios es igual a la deuda inicial del gobierno. Suponiendo que la tasa de interés real sigue un proceso estacionario con media r , y definiendo

$$E_t = G_t + (r_t - r)B_{t-1} \quad (3)$$

la ecuación (2) puede reescribirse como

$$(1+r_t)B_{t-1} = \sum_{f=0}^{\infty} \frac{(T_{t+f} - E_{t+f})}{(1+r)^j} + \lim_{f \rightarrow \infty} \frac{B_{t+f}}{(1+r)^j} \quad (4)$$

El testeo de que el límite del segundo término de la derecha de (4) tiende a cero es equivalente al testeo de la condición de no-Ponzi. También es posible obtener la condición de solvencia con todas las variables definidas como ratios respecto al PBI, procedimiento usual en la literatura sobre sostenibilidad:

$$\frac{B_t}{Y_t} = \frac{(1+r_t)}{(1+g_t)} \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t}{Y_t} - \frac{T_t}{Y_t} \quad (5)$$

donde Y es el PBI y g es la tasa de crecimiento del PBI. Usando letras minúsculas para los ratios respecto al producto, a partir de (4) puede obtenerse

$$b_{t-1} = \sum_{f=0}^{\infty} \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^j (\tau_{t+f} - e_{t+f}) + \lim_{f \rightarrow \infty} b_{t+f} \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^j \quad (6)$$

$$\text{donde } b = \frac{B}{Y}, \quad e = \frac{E}{Y} \quad \text{y } \tau = \frac{T}{Y}$$

La condición de solvencia viene dada por

$$\lim_{f \rightarrow \infty} b_{t+f} \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^j = 0 \quad (7)$$

Esto requiere de $g < r$. Por tanto, puede definirse la sostenibilidad de la política fiscal de dos maneras: (i) el valor presente de los superávits primarios es igual al valor de la deuda corriente; ó (ii) el valor presente de la deuda pública debe tender a cero cuando el tiempo tiende a infinito.

Para testear de forma empírica la condición de no-Ponzi, testeamos la estacionariedad de la serie de primeras diferencias del *stock* de deuda pública, usando tests de raíces unitarias, como Dickey-Fuller o Phillips-Perron. Otro modo usado en la literatura para testear sostenibilidad es mediante un test de cointegración. Suponiendo estacionariedad de la tasa de interés y definiendo $GG_t = G_t + r B_{t-1}$, se puede reescribir la restricción intertemporal de presupuesto como

$$GG_t - T_t = \sum_{j=0}^{\infty} \frac{(\Delta T_{t+j} - \Delta E_{t+j})}{(1+r)^j} + \lim_{f \rightarrow \infty} \frac{B_{t+j}}{(1+r)^j} \quad (8)$$

Para que las primeras diferencias sean estacionarias y se asegure el cumplimiento de la condición de solvencia, GG_t y T_t deben ser variables cointegradas de orden 1. De este modo, para testear sostenibilidad debe correrse la siguiente regresión:

$$T_t = a + bGG_t + u_t \quad (9)$$

Para los test de sostenibilidad realizados se utilizó la base de datos de CEPAL que compila información de fuentes oficiales desde 1961 a 2009. De este modo, se estima el parámetro b de la ecuación (9) para cada uno de los subperíodos muestrales que se definen.

Precios

Precios

Precios Internacionales de Materias Primas

Los precios de las materias primas continuaron con su tendencia alcista en el primer trimestre del año. El índice general relevado por el FMI aumentó 14,1% en marzo de 2011 frente a su valor de diciembre, mientras que el subíndice de Alimentos creció 5,6% en el mismo período. En términos anuales, el índice general registró una suba del 33,8% en marzo último, lo que lo llevó nuevamente a niveles cercanos a sus máximos de mediados de 2008, antes del estallido de la crisis financiera global. Cabe señalar que en estos dos años, entre los principales grupos de materias primas, los alimentos fueron los que se recuperaron más rápidamente, con los combustibles en segundo lugar.

En el análisis por tipo de producto, durante el primer trimestre las oleaginosas mejoraron sus cotizaciones, aunque algo menos que el promedio general. En el mercado de materias primas de Chicago la soja avanzó levemente, de 484 a 499 dólares por tonelada entre diciembre de 2010 y marzo de 2011. El precio del aceite de soja se incrementó 3%, hasta un valor de 1.245 dólares por tonelada, mientras que la harina avanzó 2% y el aceite de girasol 7,5%. Entre los cereales, el precio del trigo ascendió 3,4% frente a diciembre, casi hasta tocar sus máximos de 2008, mientras que el maíz -el segundo cultivo más importante en Argentina por volumen- marcó un alza del 16%, hasta 290 dólares la tonelada. El único que retrocedió en mínima medida fue el arroz. El cobre -mineral de peso creciente en las exportaciones locales- aumentó 3,8% trimestral. El petróleo tipo WTI (crudo de referencia en Argentina) subió en mayor proporción, pasando de 89 dólares por barril en el último mes del año pasado hasta 103 dólares en marzo de este año.

Por otra parte, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) del BCRA, que comprende los principales productos exportables del

país ponderados por su participación en los embarques externos, subió 3,5% en dólares en el primer trimestre del año, básicamente debido al peso de los cereales y las oleaginosas en su composición. En términos anuales, el IPMP de marzo último aumentó 35,7% en dólares y 42% en pesos, diferencia debida a la leve suba del tipo de cambio nominal ocurrida durante los últimos doce meses.

Analizando los valores promedio, el nivel del IPMP durante el primer trimestre de 2011 (196,6 puntos con base en 2005) resultó 33% mayor al del mismo período del año previo, aunque todavía estuvo 9% por debajo del record del 11.08, el mayor de la serie histórica. Tras la fuerte recuperación observada en los últimos dos años, en los meses recientes los precios internacionales parecieron entrar en una etapa de mayor estabilidad.

Precios Mayoristas

El Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) cerró el primer trimestre del año con una suba del 13% anual (marzo contra marzo), lo que implicó una nueva desaceleración con respecto al 14,6% de diciembre. De la misma forma, también en relación a marzo de un año atrás, la tasa de aumento del IPIM se desaceleró levemente (casi un punto porcentual).

Los productos primarios del IPIM crecieron 15% anual en marzo pasado, impulsados por los precios agropecuarios y los de petróleo y gas. Las manufacturas locales aumentaron 12,6% contra marzo de 2010 -desacelerándose frente a su tasa de diciembre previo- y los bienes importados 10% -unos 2,2 puntos menos que en diciembre-. Los precios relativos de las manufacturas locales en comparación con los bienes importados -mayormente manufacturados- aumentaron 2,4%.

El precio promedio del ganado bovino en pie (para la categoría de novillos, la más repre-

sentativa del mercado) alcanzó los \$ 8,27 por kilo vivo en el mercado de Liniers en marzo de 2011, con una suba de cerca de \$ 1 frente al valor de fines del trimestre previo. En términos de valores promedio, el precio se ubicó en \$ 7,77 por kilo entre enero y marzo. La suba del kilo vivo iniciada en 2010 fue causada parcialmente por la mayor retención de vientres de los productores, incentivados por los mejores precios internos. Los precios de la carne en el país alcanzaron así valores cercanos al promedio de los demás Países de la región, también ellos fuertes productores bovinos (Brasil, Uruguay y Paraguay).

Precios Minoristas

La inflación minorista no experimentó grandes cambios en el primer trimestre del 2011. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) subió 9,7% anual en marzo de este año, esto es 1,2 puntos porcentuales por debajo del incremento registrado en diciembre. La tasa de aumento de los bienes, cuyos precios se incrementaron 10,9% anual en marzo pasado, bajó claramente con relación al 13,3% de diciembre de 2010. Por el contrario, la suba de los servicios volvió a acelerarse, si bien en mínima proporción, al pasar del 6,9% al 7,9% en el mismo lapso. Por grupos de precios, los estacionales avanzaron 16,9% anual en marzo último, –especialmente el turismo y la indumentaria–, mientras que los regulados lo hicieron sólo un 6%, debido a los subsidios aplicados al transporte y la energía. La inflación subyacente, por su parte, fue del 9,7% anual, tasa que significó una reducción en comparación con la del trimestre anterior.

El análisis del IPC por capítulos muestra que los mayores aumentos en marzo de este año correspondieron a los de Indumentaria (18,6%) y Equipamiento del Hogar (11,3%) entre los rubros de bienes. Por el contrario, el principal rubro del índice por su ponderación –Alimentos y Bebidas– se desaceleró hasta un 9,1% anual. Por su parte, entre los capítulos de servicios el Esparcimiento subió en un 16,6% anual, por el auge del turismo doméstico, mientras la Educación Privada se encareció 15,5%. En el otro extremo, los capítulos de Vivienda (5,8% anual)

y Bienes y Servicios Varios (4,5% anual) fueron los que registraron las menores alzas anuales.

Costo de la Construcción

El Índice del Costo de la Construcción (ICC) aumentó 20,9% anual en marzo último, lo que significó prácticamente la misma tasa que en el mes de diciembre de 2010. Frente a la suba observada en marzo del año pasado, el ICC se aceleró unos seis puntos, ya que la actividad del mercado interno repuntó tras los meses de desaceleración provocados por la crisis global en 2000.

La reciente aceleración del índice se manifestó en particular en el componente de la mano de obra, cuyos precios continuaron mostrando un alza del 29,4% en I.11. El otro gran componente del índice, los materiales, mostró un alza mucho menor del 11,3% anual. El precio relativo mano de obra/materiales (una aproximación al salario real del sector) siguió subiendo durante el primer trimestre de 2011.

Precios Implícitos del PIB

El Índice de Precios Implícitos del Producto Bruto Interno (IPI) del I.11 aumentó 17,2% anual, lo que significó un incremento de unos 2,3 puntos frente al mismo período del año anterior. Los precios de los bienes crecieron 19,9% anual –en particular los de la agricultura, que subieron un 31% contra los valores deprimidos del I.10, y en menor medida los de la construcción -22,2%- y minería, 21,6%-). Por su parte, la suba en el caso de los servicios alcanzó al 15% anual (en especial los servicios sociales y comunales, como salud y educación privada, con un 20,2%). De esta forma, los precios relativos bienes/servicios avanzaron 4,3% frente a los niveles observados durante el primer trimestre de 2010.

Analizando el índice por los componentes de la demanda agregada, la variación de los precios del consumo privado –el más importante por su ponderación– alcanzó al 15,2% anual en I.11, prácticamente la misma tasa que en el pe-

río de previo. Más importante fue el alza en los precios de las exportaciones, que crecieron 23,2% anual. Por su parte, la inversión bruta interna creció sólo 5,3%, en particular debido a que la variación de su componente importado fue mínima (2,2%). Por el lado de la oferta, los precios de las importaciones se incrementaron 15,4% anual.

Tipo de Cambio Nominal y Real

El tipo de cambio nominal (TCN) promedio durante el primer trimestre del 2011 fue de \$ 4,02 pesos por dólar, lo que implicó un aumento del 4,5% con respecto a igual período del año anterior. En relación al euro, el TCN entre enero y marzo pasados alcanzó los \$ 5,49 por unidad, lo que significó una variación del 3,4% interanual. Por su parte, el precio promedio del real fue \$ 2,41 por unidad en I.11, con un marcado avance del 13% frente al I.10, ya que en los mercados internacionales la moneda

brasileña continuó avanzando frente a las dos principales divisas.

El Índice del Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) elaborado por el Banco Central - que mide el valor del peso en relación con una canasta de monedas de los principales socios comerciales del país- registró un aumento del 5,5% anual en marzo último. Esto indica que se interrumpió la tendencia a la apreciación del peso mostrada hasta diciembre pasado. En los últimos doce meses la moneda argentina se apreció levemente frente al dólar, ya que la diferencia entre la tasa de inflación doméstica y la de Estados Unidos superó la depreciación nominal. Esa leve pérdida de competitividad estuvo atenuada por la evolución frente a la moneda brasileña, que siguió fortaleciéndose. La suba del real más que compensó la diferencia entre las inflaciones de Brasil y Argentina. El primer trimestre finalizó así con una paridad de 1,66 reales por dólar, cuando un año antes la relación había sido de 1,79.

PRINCIPALES DATOS DE PRECIOS Tasas de variación anual

	2003-2010	I 10	II 10	III 10	IV 10	I 11
IPIM		13,8		15,1		13,0
Primarios		17,0		21,1		15,0
Manufacturados		13,4		13,8		12,6
Importados		7,8		8,2		10,0
ICC		14,3		19,3		20,9
Materiales		8,6		11,0		11,3
Mano de Obra		20,5		27,9		29,4
IPC		9,7		11,1		9,7
Bienes		12,1		13,9		10,9
Servicios		5,8		6,5		7,9
Estacionales		16,3		20,2		16,9
Regulados		4,5		4,3		6,0
IPC Resto		10,2		11,7		9,7
Alimentos y bebidas		13,5		15,5		9,1
Indumentaria		13,8		13,7		18,6
Vivienda y servicios		4,4		5,4		5,8
Equipamiento del hogar		8,0		11,3		11,3
Salud y atención médica		9,9		10,6		11,8
Transporte y comunic.		5,3		5,1		6,9
Esparcimiento		9,1		14,4		16,6
Educación		11,3		12,9		15,5
Otros Bienes y Servicios		4,7		5,8		4,5
Incl. Precios Implícitos PIB		14,8		15,5		17,2
Consumo Privado		10,5		14,7		15,2
Inversión		8,9		8,4		10,6
Consumo Público		18,2		9,7		15,2
Exportaciones		15,8		7,8		23,2
Importaciones		5,6		6,6		15,4
Agricultura Ganadería		54,1		73,6		31,3
Pesca		-17,9		1,7		-19,7
Minería		33,0		22,4		21,6
Industria		11,2		6,7		16,6
Electricidad Gas Agua		-2,5		13,6		7,3
Construcción		12,8		18,9		22,2
Comercio		9,5		8,3		15,5
Restaurantes Hoteles		10,6		16,6		14,1
Transporte Comunicaciones		9,8		8,3		13,8
Intermediación Financiera		18,5		22,3		5,9
Inmobiliarias Alquiler		10,3		11,2		13,4
Administración y Defensa		22,9		19,2		21,9
Educación y Salud		18,4		10,2		19,0
Otros Servicios		12,3		13,8		20,2

Fuente: INDEC

¿Existe una “Burbuja Especulativa” en el Sector Inmobiliario Argentino?

Participaron en la elaboración de esta Nota Técnica:
Juan Cuattromo, Pablo Mira, Gastón Cerrudo y Ana Quaglia

1. Introducción

La crisis financiera y económica global que se inició en EEUU durante el año 2007 al revertirse las “burbujas especulativas” (BE) asociadas al exacerbado aumento en el precio de las propiedades, se extendió al conjunto del sistema financiero global generando una abrupta contracción económica que todavía no logró ser superada de forma plena y se conoce como la peor crisis desde la Gran Depresión (ver Notas Técnicas N° 1, N°2 y N°9 del Informe Económico Trimestral). Dada la importancia del desarrollo inmobiliario-financiero en la generación de esta BE, la dinámica de este sector pasó a ocupar un rol de importancia fundamental en las consideraciones de estabilidad financiera para todos los países del mundo.

Teniendo en cuenta este antecedente, y el hecho de que en la Argentina el sector inmobiliario ha experimentado un sostenido crecimiento de los precios en dólares, resulta de interés analizar la dinámica de esta trayectoria, y las posibles consecuencias de una eventual reversión en el precio de los inmuebles.

El presente trabajo evalúa, a la luz de la experiencia internacional, la posibilidad de que en el mercado inmobiliario doméstico se esté desarrollando una BE. En la segunda sección se define el concepto de BE del precio de un activo utilizado para el análisis, y se repasan los episodios internacionales recientes. La tercera sección estudia la dinámica de precios y costos de las propiedades recientes en Argentina, relacionándolas con el papel del sistema financiero y los posibles desafíos en términos de sostenibilidad que presenta el sistema. La última parte, presenta las reflexiones que cierran el trabajo.

2. Burbujas Inmobiliarias: Breve Teoría y Evidencia

2.1 Definiendo una Burbuja Especulativa

La definición más común caracteriza a una BE como una circunstancia en la cual los precios de las propiedades crecen por encima de su valor fundamental en su etapa de auge, alcanzando niveles “excesivos”, para luego experimentar una brusca y repentina caída (Krainer, 2003; García Montalvo, 2003; Malkiel, 2010). Sin embargo, tal como lo menciona Krainer (2003), aún cuando esta aproximación resulta sencilla, es evidente que esta definición requiere aclarar cómo se determina el valor “fundamental” de los activos y así definir qué se considera un nivel “excesivo” para los valores observados.

Específicamente en el caso de las viviendas, la evidencia histórica sugiere que los precios de los activos inmobiliarios no exhiben una tendencia creciente en términos de los precios de los bienes y servicios en general (Shiller, 2001). Por lo tanto, una regla razonable consiste en esperar que el valor fundamental de las propiedades crezca en el mediano plazo más o menos en línea con la evolución de los precios al consumidor de cada país.

Por otro lado, resulta relevante establecer en qué momento los precios de los inmuebles pueden estar en “niveles excesivos” ya que en ese caso la fragilidad del sistema se profundiza y la probabilidad de estallido aumenta. Las aproximaciones al estudio de las BE que se concentran en focalizar únicamente las causas que puedan disparar una brusca reversión en los precios de los activos es incompleta, porque no caracteriza el proceso que genera las condiciones para la conformación de la BE.

Esta dinámica suele incorporar algunas de las siguientes instancias, de inocultable carácter minskyano:

- **Auge financiero.** Los precios inmobiliarios crecen inicialmente apuntalados por un hecho particular. En los países desarrollados (PD) puede ser una política monetaria laxa o la expansión endógena del crédito. En los países en desarrollo (PED) puede ser la entrada de capitales asociada a una apreciación cambiaria a la suba de precios internacionales.
- **Autovalidación.** La expansión inicial es validada por eventos que se perciben como favorables. En EEUU la “gran moderación”; en Europa la introducción del Euro y, en los PED, el crecimiento o la estabilidad macro que aparecen como sostenibles contribuirían a apoyar la valorización de activos.
- **Euforia “justificada”.** La confianza da lugar a la expansión sostenida de la “financiarización” del mercado, incrementando el endeudamiento de las familias (utilizando las propiedades como colateral), lo que vuelve a dinamizar la burbuja vía una mayor demanda.
- **Acumulación creciente de evidencia negativa.** Eventualmente, la percepción sobre la transitoriedad de los eventos da lugar a una creciente desconfianza sobre los valores alcanzados y su sostenibilidad en el tiempo (o de su trayectoria de crecimiento).
- **Estallido.** En algún momento, un hecho menor (aleatorio) dispara la caída, que se contagia rápidamente a todos los mercados.

La lógica descrita para definir una BE se puede resumir entonces en dos criterios. Primero, debe establecerse si los precios de los inmuebles han crecido muy por encima del resto de los precios de la economía. Segundo, es necesario determinar si el proceso ha dado lugar a una creciente financiarización en las operaciones del sector

que alimenta y dinamiza esta suba.

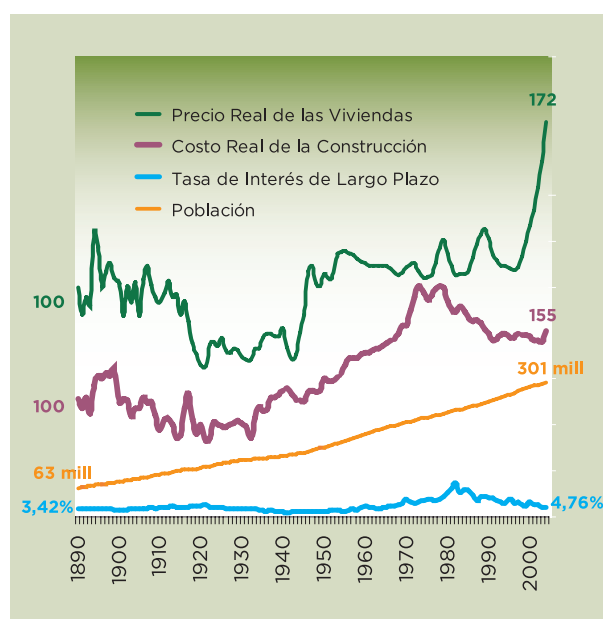
2.2. Evidencia Internacional Reciente

La crisis financiera global que actualmente atraviesa el mundo tiene sus raíces en el funcionamiento de los mercados inmobiliarios de diversos países desarrollados. Particularmente, la reversión en los precios del mercado inmobiliario de los EEUU dio lugar a un proceso de marcada contracción financiera que multiplicó y generalizó los quebrantos.

Utilizando el criterio propuesto en la sección anterior, lo ocurrido en el mercado inmobiliario estadounidense en los últimos años parece caracterizarse como una BE. En base a evidencia de Shiller (2001), el Gráfico 1 da cuenta que el precio real de las viviendas en Estados Unidos deflactados por el IPC crecieron apenas un 0,21% anual entre 1890 y 2000, una tasa semejante a la del costo real de la construcción (0,39% promedio anual), pero dos tercios inferior a la tasa de crecimiento de la población (1,36%).

Recién a partir del nuevo milenio, los precios de los inmuebles comienzan a crecer muy

Gráfico 1
Precios Históricos de las Propiedades en EEUU

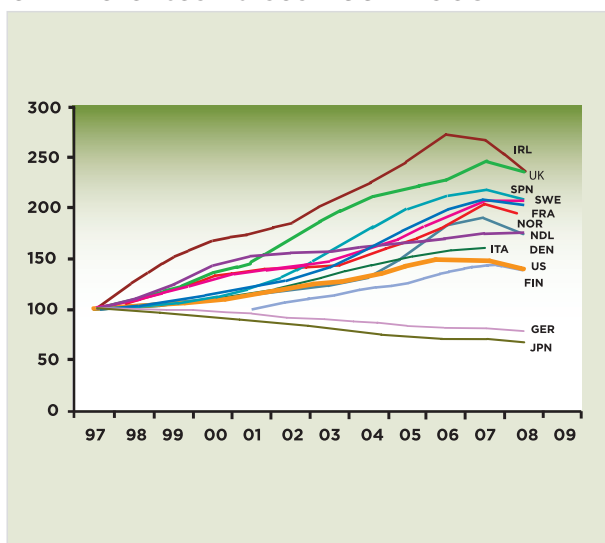


Fuente: Shiller (2001)

por encima de los costos y de la población. En efecto, entre 2000 y 2006, el crecimiento real promedio anual de los precios inmobiliarios fue de 7,43% (con un pico de 11,4% de crecimiento anual en 2005), contra un 0,83% de los costos y 0,94% de la población. Como consecuencia de la crisis, los precios (siempre en términos reales) acumularon una caída de 34,2% hasta 2010, mientras que los costos subieron un 1,8% real en igual período.

La pronunciada suba en los precios de la vivienda en Estados Unidos se observó también en otros países. Tal como lo muestra el Gráfico 2, las excepciones fueron Alemania y Japón aunque éste último país había sufrido el colapso de una burbuja con anterioridad, entre

Gráfico 2
Precios Real de las Viviendas en Diferentes Países 1997-2008



1980 y 1992. En todos los casos, los precios inmobiliarios superaron por mucho los del nivel general de precios.

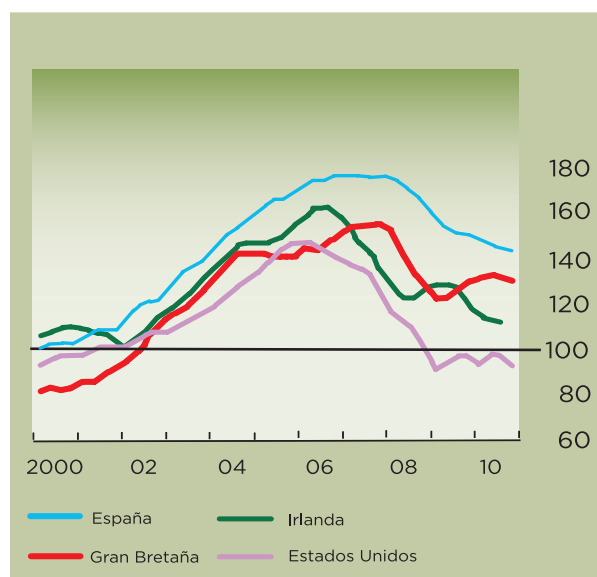
En congruencia con el segundo criterio para definir una BE, la profundidad alcanzada en el mercado financiero y la difusión de instrumentos vinculados a hipotecas contribuyeron a dinamizar la demanda de viviendas como inversiones financieras en todos estos países.

Una forma de observar esto es identificando la tendencia de los indicadores de la demanda de inmuebles. De modo estilizado, puede asumirse que la demanda inmobiliaria se explica

por dos factores: por un lado, la renta obtenida por rentar el activo; y por otro, las posibles ganancias de capital asociadas a aumentos esperados en el precio de los inmuebles.

La relación precios/renta de alquiler es una *proxy* del peso relativo de ambos factores en la dinámica del “negocio inmobiliario”, ya que indica cuál es el rendimiento aproximado de invertir en inmuebles respecto de la renta que de allí se extrae (Leamer, 2003). Cuando este ratio sube es menos rentable invertir para alquilar, por lo que la demanda de propiedades debería ceder. Si pese a esto la demanda sigue creciendo, eso es indicativo de las expectativas positivas del precio futuro del activo, que más que compensan el efecto anterior.

Gráfico 3
Relación Precio-Alquiler en Inmuebles
Ratio del Precio de la Vivienda sobre el Ingreso Promedio de Largo Plazo

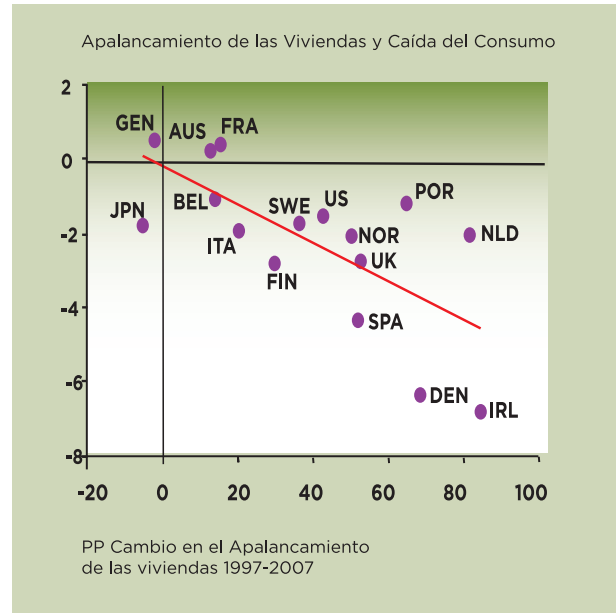
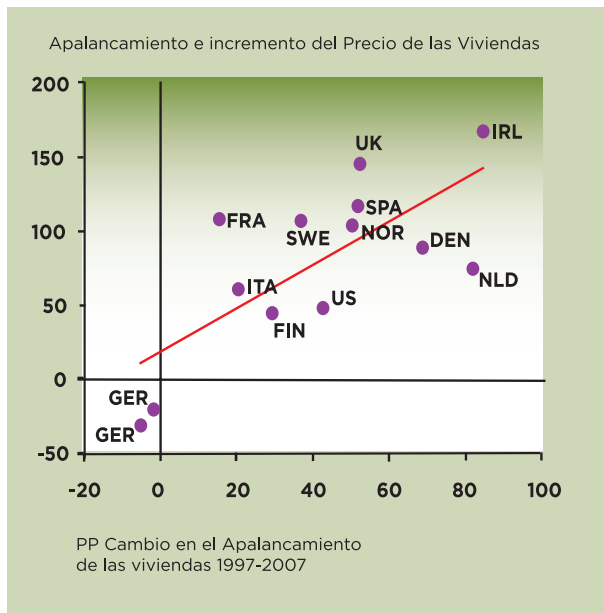


Fuente: ESRI; Nationwide; Standard & Poor's; Thompson; Reuters; Fuentes Oficiales; The Economist

En el Gráfico 3 se observa la magnitud de la suba y la posterior caída de este indicador en los principales mercados inmobiliarios del mundo. Las subas del ratio promediaron un 50% y llegaron hasta un 80% en el caso de España.

Lee (2010) destaca que la aparición de instrumentos sofisticados vinculados al mercado de créditos hipotecarios fue una característica saliente del mercado estadounidense y que en

Gráfico 4 Apalancamiento y Crisis



gran medida la generalización de productos y prácticas poco confiables explica por qué en ese país se registraron los niveles de morosidad más altos.

Por un lado, se destacaron aquellos instrumentos financieros que facilitaron el acceso a viviendas de deudores insolventes (por ejemplo, créditos *Subprime*). Tal como se explica en Nota Técnica N° 2 del Informe Económico Trimestral el desarrollo de un mercado hipotecario-financiero denominado *originate-to-distribute* facilitó el incremento de la liquidez al mercado inmobiliario al tiempo que oscureció la exposición al riesgo de los diferentes agentes.

Por otro lado, la existencia de mecanismos de refinanciación crediticia en los años previos a la crisis permitieron la capitalización por parte de los hogares de parte del aumento en los precios lo que apalancó el consumo y la demanda agregada en la fase expansiva.¹ En conjunto, ambos desarrollos explican porque cuando la reversión de precios se verifica, el ajuste en el gasto que deben realizar los hogares sobreendeudados es muy grande.

La experiencia internacional reciente muestra que existe una relación entre el crecimiento del

apalancamiento de las familias (su capacidad de endeudamiento) y la suba de precios de las propiedades antes de la crisis. Finalmente, los países más endeudados resultaron ser los más afectados por el estallido de la burbuja ya que los países de endeudamiento alto sufren plenamente el efecto negativo de la contracción en los multiplicadores financieros y del crédito.

En suma, la dinámica pre y post crisis que mostraron los diferentes países estuvo fuertemente vinculada con la trayectoria del mercado inmobiliario y sus derivaciones financieras, lo que sugiere que el crecimiento del apalancamiento de un mercado es un indicio fuerte de que una BE se podría estar gestando.

3. ¿Burbuja Especulativa en el Mercado Inmobiliario de Argentina?

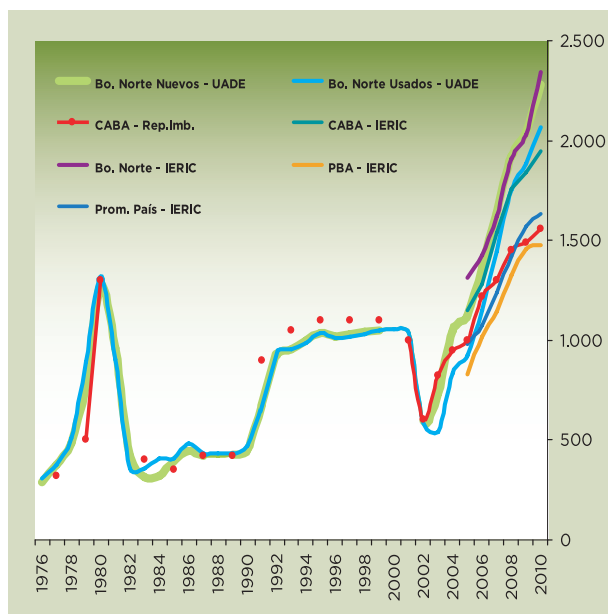
En Argentina, el mercado de inmuebles ha mostrado un elevado dinamismo en los últimos años. En esta sección se estudia la dinámica del mercado inmobiliario con el objetivo de intentar identificar si el mercado local se caracteriza, en función de los criterios adoptados, por la presencia de una potencial BE.

¹ Ver Sección 3.

3.1 Precios Inmobiliarios y Dinámica Macroeconómica

Como ilustra el Gráfico 5, la evolución del precio de las viviendas en Argentina medido en US\$ ha tenido períodos claramente diferenciados. Sobre finales de los años 70, se produjo un alza puntual del valor de los inmuebles que colapsó un par de años después. Durante la década del ochenta, el precio de las viviendas

Gráfico 5
Precio de los Inmuebles – Dólares por m²



Fuente: Elaboración propia en base a datos de UADE, Reporte Inmobiliario y IERIC.

se sostuvo sin cambios, para experimentar un “salto” de nivel en los 90s, que se amesetó hasta la crisis de la convertibilidad en 2002, cuando el precio de las viviendas cayó en promedio un 42%. Con la reactivación posterior, los precios del sector comenzaron a recuperarse de forma acelerada y en la actualidad todos los índices se encuentran en su máximo histórico.

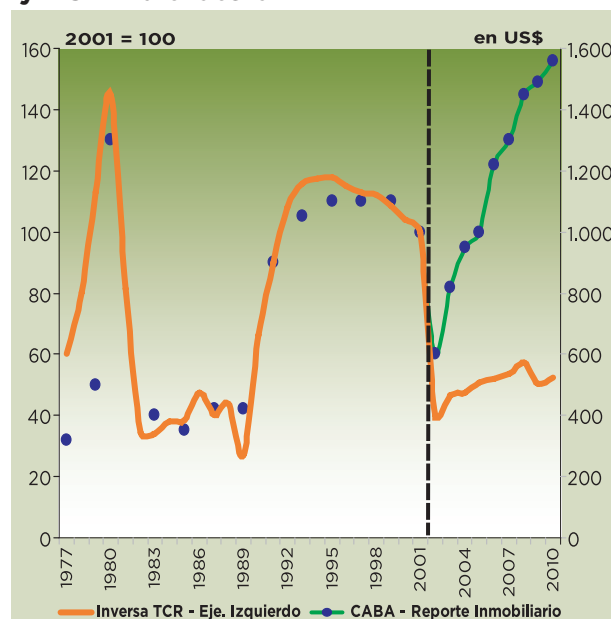
No es difícil ensayar explicaciones puntuales sobre las causas de estos episodios. Sobre finales de los años 70, el brusco atraso cambiario y la apertura financiera indujeron una ola de especulación financiera que impulsó al alza el valor de los inmuebles. El colapso del esquema de política cambiaria forzó una profunda retracción en estos precios, que cayeron a los

niveles previos. Al entrar en vigencia el modelo de convertibilidad, también caracterizado por atraso cambiario y apertura a los capitales financieros, el precio volvió a crecer, ahora en un contexto de estabilidad de precios de bienes, y el colapso de la convertibilidad dio lugar a una fuerte contracción en 2002. Con la reactivación posterior, los precios del sector comenzaron a recuperarse de forma acelerada y en la actualidad todos los índices se encuentran en su máximo histórico. Así, tal como se observa en el Gráfico 6 la dinámica de los precios de los inmuebles hasta el año 2002 parece responder a la trayectoria observada en el tipo de cambio real.

Otra variable que aproxima bien la evolución de los precios inmobiliarios es el nivel de ingreso por habitante medido en dólares. Con la única excepción de la burbuja de 1980, el sostenido incremento del PIB per cápita acompañó la dinámica de los precios, lo que limita seriamente la posibilidad de entender la suba reciente como la gestación de una “burbuja”.

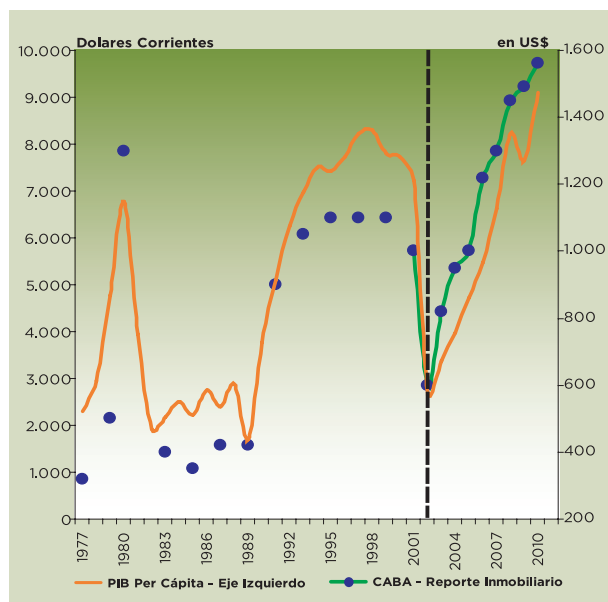
La dinámica reciente, en cambio, parece explicarse por otras variables. Por un lado, el tipo de cambio real ha perdido capacidad explicativa. Por el otro, los precios inmobiliarios presentan

Gráfico 6
Precio de los Inmuebles (US\$ por m²) y TCR Multilateral



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reporte Inmobiliario y SSPE.

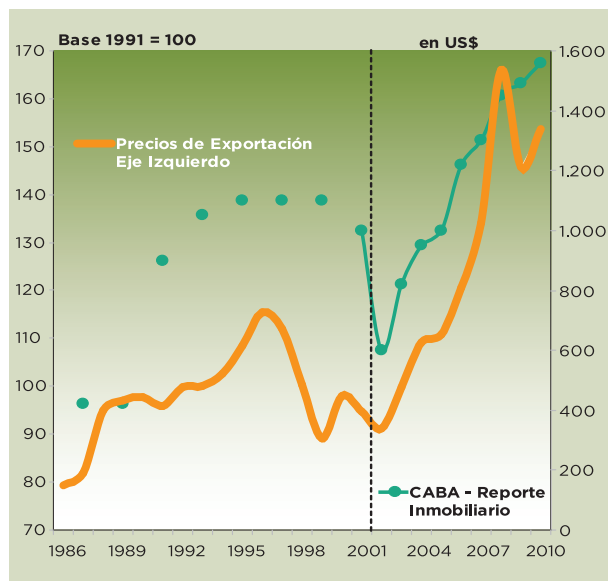
Gráfico 7
Precio de los Inmuebles (US\$ por m²)
y PIB Per cápita.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reporte Inmobiliario e INDEC.

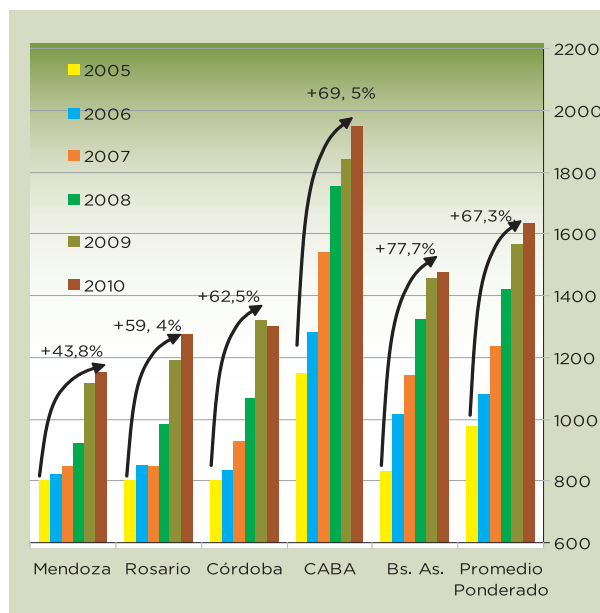
alguna asociación con el precio de los bienes de exportación. Parte de la explicación es que el bajo nivel de profundidad y sofisticación que muestran los inversores domésticos a la hora de componer sus portafolios de inversión puede dar cuenta de que una parte no menor del ingreso derivado de los favorables precios internacionales se dirige al mercado inmobiliario, presionando al alza los precios.

Gráfico 8
Precio de los Inmuebles (US\$ por m²)
y Precios de Exportación.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reporte Inmobiliario e INDEC

Gráfico 9
Precio de los Inmuebles (US\$ por m²)
por Región



Fuente: Dirección Nacional de Programación Económica Regional.

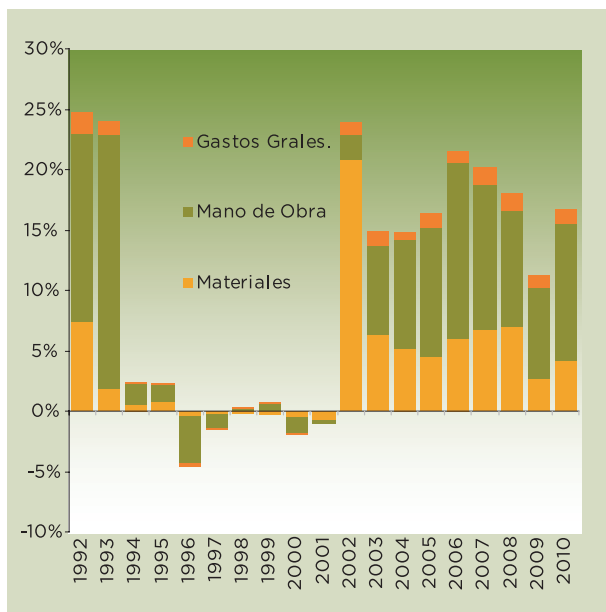
Si bien la aceleración reciente fue impulsada por la región metropolitana de Buenos Aires con aumentos en dólares, entre 2005 y 2010, de 77,7% en Buenos Aires y 69,5% en la CABA, todas las regiones del país (para las que existe información) muestran sostenidos aumentos, con alzas acumuladas que superan en todos los casos el 43% en dólares (más de 6,2% por año). Tal como lo muestra el Gráfico 9, la suba fue generalizada en las principales ciudades del país.

En conjunto, la evidencia aquí reseñada muestra que a diferencia de episodios previos donde los precios de los inmuebles aumentaban impulsados por esquemas cambiarios insostenibles de fuerte apreciación, el proceso actual de incrementos parece motorizado por el crecimiento en el ingreso por habitante más una dinámica favorable de precios internacionales.

3.2 Costos y Decisión de Inversión

Más allá de la dinámica macroeconómica sobre la que se inscribe esta dinámica, el mismo mercado inmobiliario y el fuerte proceso inversor observado, puede explicarse no por

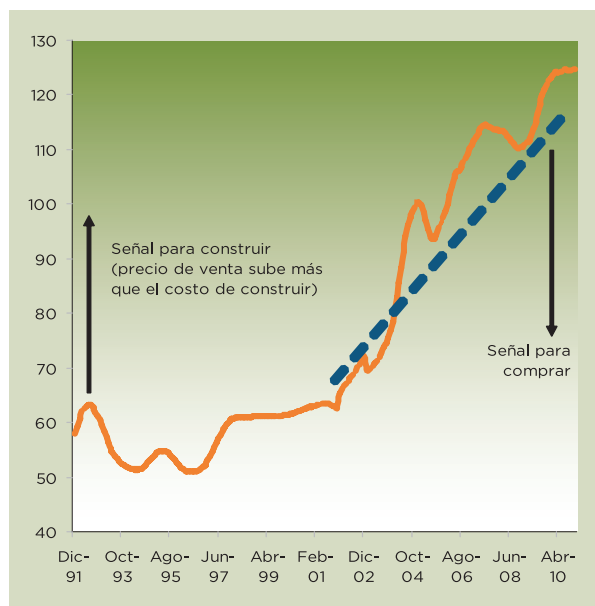
Gráfico 10
Costos de la Construcción
Contribución por Rubro
a la Variación Anual



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

aumentos “excesivos” de precios sino por características propias. Específicamente, por el lado de los costos se observa que la crisis de 2001, y la devaluación del peso impusieron un “salto” en los costos transables (fundamentalmente “Materiales”) de la construcción, aunque a partir de 2003, y con mayor intensidad

Gráfico 11
Relación precio-costo para Argentina
Ratio “Q”
Base 2004 = 100, promedio 12 meses

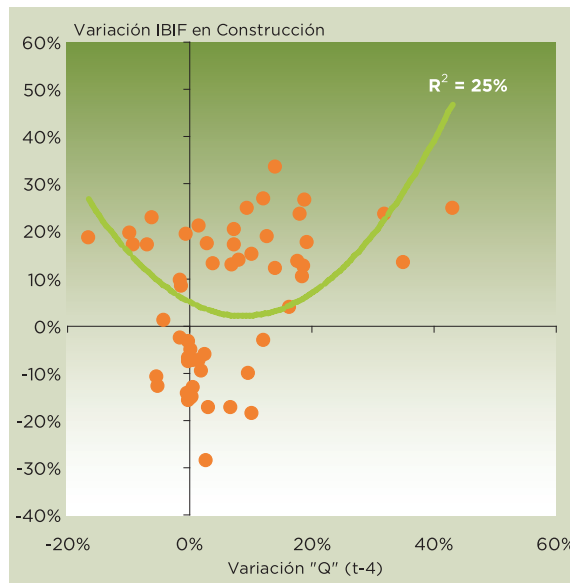


Fuente: Elaboración propia en base a datos de UADE.

en los últimos años, el componente no transable (“Mano de Obra”) parece estar impulsando el aumento en los costos del sector.

Es importante destacar que aún cuando los costos muestran incrementos sostenidos, los precios de venta crecen siempre por en-

Gráfico 12: Relación precio-costo e Inversión en Construcción
En variaciones anuales



Fuente: Elaboración propia en base a datos de DNCN y UADE.

cima de esta variable y por lo tanto, se genera un poderoso incentivo a la inversión en el sector. En efecto, tal como lo muestra el gráfico 11 que sigue, la relación precio/costo (conocido como ratio "Q") ha crecido casi un 100% desde la salida de la convertibilidad.

En teoría, cuando la relación entre el precio de compra de un inmueble y el costo de construirlo sube, la inversión en ese mercado debería aumentar. En efecto, una suba en la "Q" indica la conveniencia de construir en lugar de comprar inmuebles, en tanto que si baja, es mejor decisión comprar una vivienda existente a construirla. Tal como predice la teoría, parece existir cierta asociación positiva entre la relación precio/costo y la inversión observada en el sector. Cabe mencionar que esta asociación se sostiene cuando se introduce algún rezago entre la señal de la "Q" y la decisión de invertir (Gráfico 12).

3.3 Incidencia del Sistema Financiero

Un punto central a la hora de analizar la posible generación de burbujas es que las operaciones en el mercado presenten un nivel de apalancamiento creciente, que indiquen un aumento en la financiarización del sector. Una caracterización completa de la coyuntura actual del mercado inmobiliario requiere estudiar el grado de vinculación entre esta suba y la profundización financiera.

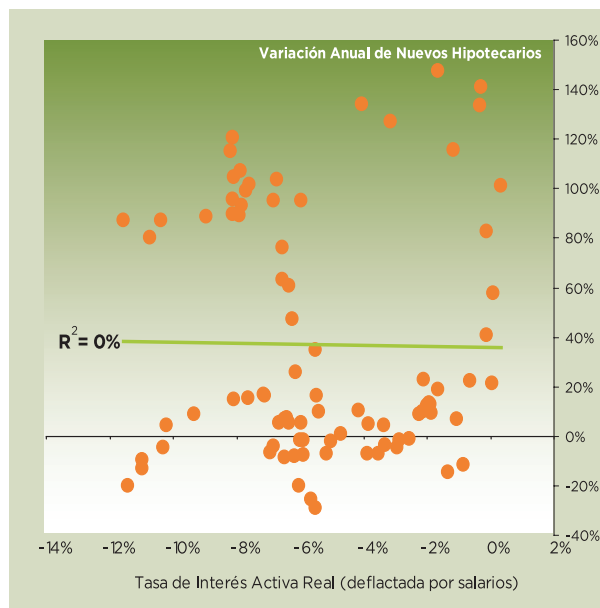
En teoría, tasas de interés activas reales bajas deberían generar un incentivo al apalancamiento financiero destinado a la adquisición de activos reales, ya que el costo real de las obligaciones es menor. Sin embargo, la evidencia para el sistema financiero argentino no parece verificar esta intuición, y el crecimiento de los nuevos créditos hipotecarios se halla disociado del nivel del costo real del crédito (Gráfico 13).

Más en general, la hipótesis de una burbuja inducida por un elevado apalancamiento debería ser rápidamente descartada ya que el flujo de nuevos créditos nunca superó el 1,2% del total invertido en construcción. En la actuali-

dad, sólo el 0,5% de la IBIF en Construcción es financiada con crédito del sistema financiero (Gráfico 14).

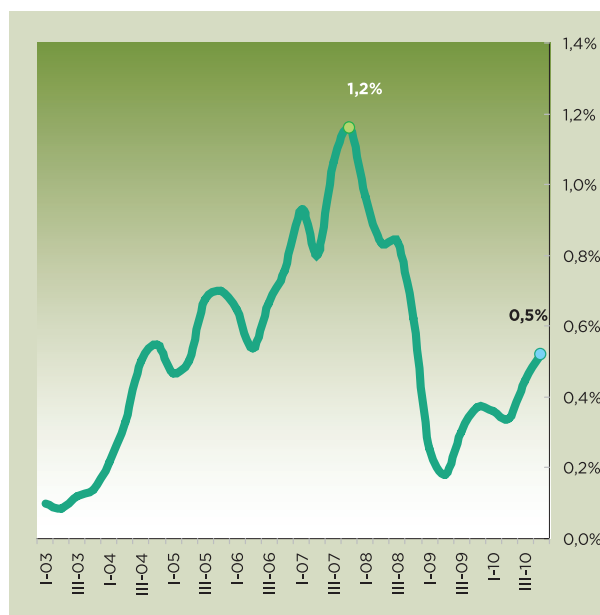
A esta evidencia debe sumarse la inexistencia de ramificaciones financieras en Argentina que induzcan aumentos abruptos en la liquidez del

Gráfico 13
Tasa de Interés Real Activa y Crédito Hipotecario



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y UADE.

Gráfico 14
Nuevos Créditos Hipotecarios
Como % de la IBIF en construcción

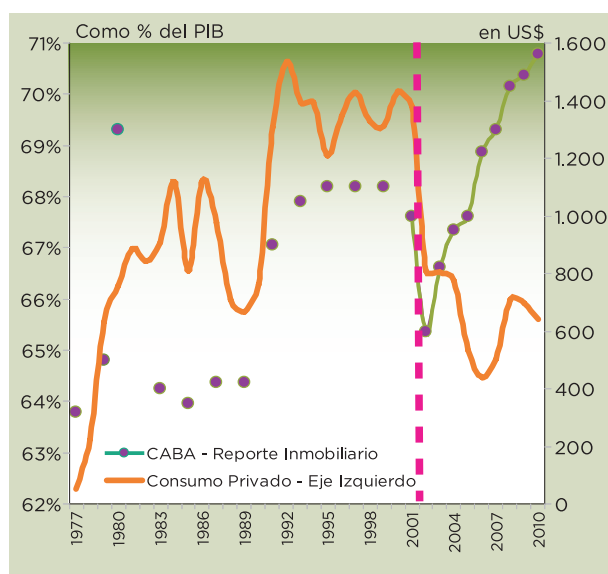


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y UADE.

mercado hipotecario. El sector privado no dispone de instrumentos bancarios que permitan aprovechar la tendencia al aumento de precios inmobiliarios, lo que limita fuertemente la aparición de efectos de “segunda vuelta” que motoricen la conformación de una burbuja.

Cabe destacar que parte de ese dinamismo financiero observado en economías desarrolladas al gestarse BE se deriva de la existencia de instrumentos específicos que no existen en la dinámica del mercado nacional. En particular, cuando en los EEUU el valor de la vivienda excede el saldo del crédito hipotecario en un momento dado del tiempo, el titular de una vivienda puede utilizar el capital a su favor vía dos modalidades de refinanciamiento: (1) tomar una segunda hipoteca (bajo la misma tasa de interés y términos) utilizando parte de ese capital como garantía, lo cual habilita una línea de crédito para el individuo a costa

Gráfico 15
Precio de los Inmuebles (US\$ por m²) y Consumo Privado



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ferreres (2005), INDEC y UADE.

de incrementar el valor total de su deuda; (2) refinanciar la hipoteca existente (bajo distinta tasa de interés y términos) por una de mayor valor, obteniendo la diferencia entre ambas en dinero en efectivo (modalidad denominada *cash-out*).

Ambos instrumentos contribuyen de modo

fundamental a dinamizar el gasto privado en la etapa expansiva. Sin embargo, como confirma el Gráfico 15, en Argentina el crecimiento en el precio de los inmuebles no estuvo acompañado por un crecimiento exacerbado en el consumo privado.

En conjunto, la evolución reciente del mercado inmobiliario no parece sugerir que se esté gestando una BE. El crecimiento en los precios en este mercado en los últimos años no se ha relacionado con la apreciación cambiaria, ya que ésta no estuvo presente. Tampoco se perciben aumentos desmedidos en el crédito hipotecario, ni existen instrumentos de apalancamiento financiero que permitan transformar estas subas en consumo (importado) de corto plazo. La explicación parece en cambio tener más que ver con la recuperación real en el ingreso de los hogares, la mayor disponibilidad de liquidez en un contexto de elevados precios internacionales, y la ausencia de instrumentos alternativos de ahorro en un país con una escasa sofisticación financiera histórica.

4. Reflexiones Finales

La experiencia global y la magnitud de la crisis financiera iniciada en 2007 ha puesto en el centro de las preocupaciones de política la identificación y prevención de burbujas en los precios de activos financieros. En particular, la íntima vinculación entre la conformación de una burbuja inmobiliaria y la creación de instrumentos financieros sofisticados de apalancamiento explica por qué al explotar las burbujas las crisis suelen arrastrar al sistema financiero, con elevados costos en términos de actividad económica y empleo.

En Argentina hubo en los últimos años un sostenido aumento en los precios de los inmuebles, que duplicó al que experimentaron los costos de construcción, lo que dio lugar al examen de esta dinámica y sus consecuencias. La evidencia analizada sugiere que la evolución de precios responde en parte a efectos riqueza, vinculados al crecimiento del producto y al *boom* de precios internacionales de commodities que exporta nuestro país, así como a

la ausencia de alternativas de inversión sofisticadas y rentables, antes que a un proceso de elevado apalancamiento financiero o sobreapreciación cambiaria. Es importante remarcar que, en todo caso, el proceso observado es consistente con un sostenimiento del ahorro nacional, y que no ha contribuido a crear, como ocurrió en muchos países desarrollados hasta 2006, un gasto de consumo que volviese insostenible la cuenta corriente.

Lo anterior sugiere que aún cuando sucediere una reversión de precios que induzca un acercamiento a los valores de costos, el impacto sería acotado, por dos razones. Por un lado, la ausencia de un apalancamiento sustancial con el sistema financiero, lo que anula la posibilidad de que multiplicadores financieros negativos tengan consecuencias de magnitud considerable sobre el conjunto de la economía. Por el otro, el proceso de demanda sostenida de inmuebles ha significado una lógica de ahorro alternativo, y no de gasto indiscriminado, manteniendo en orden las cuentas externas.

Bibliografía

Agis, E. y S. Valdecantos (2008): "Desequilibrios Globales en Perspectiva". Nota Técnica N° 1, Informe Económico Trimestral N° 64, Segundo Trimestre. Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

Agis, E. y S. Valdecantos (2009): "Aspectos Distributivos de la Crisis Internacional". Nota Técnica N° 9, Informe Económico Trimestral N° 67, Primer Trimestre. Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

Bostic, R.; S. Gabriel y G. Painter (2005): "Housing Wealth, Financial Wealth, and Consumption: New Evidence from Micro Data". Trabajo presentando en el NUS-HKU Symposium on Real State Research, National University of Singapore, Julio.

Carrol, C.; M. Otsuka y J. Slacalek (2004): "How Large Is the Housing Wealth Effect? A New Approach". Trabajo presentando en un

encuentro del Board of Governors of the Federal Reserve System, Enero.

Case, K.; J. Quingley y R. Shiller (2001): "Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus The Housing Market". Cowles Foundation Discussion Paper, N° 1335. Yale University.

Cuattromo, J. (2008): "Profundización de la Crisis Financiera Internacional". Nota Técnica N° 2, Informe Económico Trimestral N° 64, Segundo Trimestre. Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

Ferreres, O. (2005): "Dos Siglos de Economía Argentina 1810-2004: Historia Argentina en Cifras". Editorial El Ateneo.

García Montalvo, J. (2003): "Burbujas inmobiliarias? Universitat Pompeu Fabra.

Glick, R. y K. Lansing (2010): "Global Household Leverage, Housing Prices, and Consumption". FRBSF Economic Letters, 2010-01, Enero.

Greenspan, A. y J. Kennedy (2007): "Sources and Uses of Equity Extracted from Homes". Finance and Economics Discussion Series, 2007-20, Federal Reserve Board.

Kraimer, J. (2003): "House Price Bubbles," Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letters.

Leamer, E. (2002): "Bubble trouble? Your home has a P/E ratio too," UCLA Anderson School Forecast Quarterly Journal.

Lee, M. (2010): "International Comparison of Mortgage Product Offering". Research Institute for Housing America, Septiembre.

Malkiel, B. (2010): "Bubbles in Asset Prices". CEPS Working Paper N° 200. Enero.

Mian, A. y A. Sufi (2010): "Household Leverage and The Recession of 2007 to 2009". NBER Working Paper 15896.

Shiller, R. (2001): "Irrational Exuberance". Princeton University Press.

Sector Externo

Sector Externo

En el primer trimestre de 2011 la Cuenta Corriente del Balance de Pagos presentó un saldo levemente deficitario, explicado principalmente por el resultado positivo de la Cuenta Mercancías y un saldo negativo de la Cuenta Renta de la Inversión (intereses netos y remisión de utilidades), levemente por encima del nivel registrado en el saldo comercial. Por otra parte, la Cuenta Capital y Financiera arrojó un moderado egreso neto, reflejando en gran medida una prolongación de la política de desendeudamiento público y normalización de sus pasivos, por encima de los ingresos financieros correspondientes a las colocaciones de deuda de empresas y gobiernos locales en los mercados internacionales, en un contexto marcado por la mayor solidez relativa de los fundamentos macro de las economías emergentes. Como resultado de estas operaciones las reservas internacionales del BCRA se redujeron 1,7% respecto de fines de 2010, aunque superan aún los US\$ 50.000 millones.

Cuenta Corriente

La Cuenta Corriente presentó un saldo de US\$ -673 millones en el primer trimestre del año, no obstante se continúa evidenciando un sostenido superávit comercial, en línea con lo observado en los últimos nueve años. Si bien durante el período el superávit por Mercancías (US\$ 2.460 millones) no alcanzó a contrarrestar los saldos negativos en Servicios (US\$ -510 millones), en las Rentas (US\$ -2.462) y en las Transferencias Corrientes (US\$ -149 millones), en el acumulado de los cuatro últimos trimestres el valor neto comercializado en la cuenta bienes (US\$ 14.243 millones) más que superó los déficits en Servicios (US\$ -996 millones) y Rentas (US\$ -9.906 millones).

Si bien siguen creciendo a un ritmo más acelerado las importaciones (38,4%) que las exportaciones (31,1%) como consecuencia del significativo dinamismo de la actividad económica nacional que direccionada las compras en una mayor adquisición de equipo durable destina-

do a elevar la capacidad productiva de las empresas, la brecha entre ambos componentes se redujo con respecto al promedio de 2010, cuando crecían al 22% y 46%, respectivamente.

Tanto las Exportaciones como las Importaciones alcanzaron valores récord históricos para un primer trimestre (US\$ 17.104 millones y US\$ 15.316 millones), superando los registros máximos anteriores de 2008, en 6,7% y 19,2%, respectivamente. En el primer caso incidieron los mayores precios de exportación (+7,2%), ya que las cantidades se redujeron levemente (-0,5%) y en cuanto a las importaciones el incremento se debió primordialmente a la suba en las cantidades (13,8%) conjuntamente con un aumento en los precios (4,8%).

Con respecto al primer trimestre de 2010 la variación anual de las Exportaciones (US\$ 4.060 millones, +31,1%), se asentó, en incrementos de los precios (17,6%) así como de las cantidades (11,5%). En particular, las manufacturas tanto de origen agropecuario (MOA +45%) como industrial (MOI +18,4%) contribuyeron con alzas en los precios superiores a las de las cantidades y, en el caso de los Productos Primarios (+65,5%) fueron las cantidades las que avanzaron más que los precios. Al igual que en los trimestres previos el rubro de Combustibles y Energía redujo sus embarques (-8,2%) al disminuir las cantidades independientemente de la suba en los precios.

Con una mayor desagregación, los más importantes aportes a la suba total de las exportaciones provinieron de los tradicionales rubros de Oleaginosas, Cereales y Vehículos, junto con el Biodiesel. De hecho, el 85% del aumento se concentró en los rubros Complejo Oleaginoso, Cereales, Material de Transporte Terrestre, Productos Químicos y Conexos y Lácteos. Al favorable desempeño de las cantidades se agregó un sostenido incremento en los precios internacionales de diversas commodities. En la comparación anual las cotizaciones compren-

didadas en el Índice General de Commodities, que releva el FMI, crecieron 30,5% con mayores subas en Alimentos (33,8%), especialmente en trigo (69,2%), maíz (74%), cebada (37,8%) y en el complejo soja (48% en el aceite, 44,5% en poroto y 31,8% en la harina).

En las importaciones a valor CIF (US\$ 15.316 millones) el crecimiento respecto del año anterior (38,4%) estuvo influido por un avance de las cantidades (26,5%) y, en menor medida, de los precios (9,4%). Las subas fueron difundidas en los diversos usos, particularmente de los insumos utilizados en el proceso productivo como Bienes Intermedios (crecieron US\$ 1.197 millones, +32,9%), Combustibles (US\$ 820 millones, +153,3%) y Piezas y Accesorios (US\$ 814 millones, +39,3%), pero también de Bienes de Capital (US\$ 721 millones, +29,4%), así como las de Vehículos Automotores de Pasajeros (+37,2%) y de Bienes de consumo (+25,8%). A excepción del uso que más se incrementó, el de Bienes Intermedios, donde los precios (+17,8%) jugaron un papel más importante que las cantidades (+12,8%), en el resto de los rubros fueron las cantidades las que impulsaron el aumento total, especialmente en el caso de las compras las de Combustibles y Lubricantes.

El comercio de servicios reales, volvió a presentar un saldo negativo en el primer trimestre (US\$ -510 millones) producto de un aumento en los egresos (US\$ 407 millones), superior al de los ingresos (US\$ 263 millones), motorizados por el mayor gasto en Transporte (US\$ +204 millones), Viajes (US\$ +117 millones) y Seguros (US\$ +62 millones). La mayoría de los servicios arrojó un saldo deficitario en el trimestre a excepción de los Servicios empresariales, profesionales y técnicos (US\$ 474 millones) e Informáticos (US\$ 154 millones). Los de Construcción y Personales y culturales presentaron asimismo saldos positivos pero muy reducidos.

El resultado de la cuenta Rentas de la Inversión presentó un déficit de US\$ 2.475 millones, registrando una desaceleración tanto en su comparación respecto a igual período del año

anterior (US\$ -67 millones), como respecto al cuarto trimestre de 2010 (US\$ -83 millones). La reducción interanual se debió al menor pago de Utilidades y Dividendos netos (US\$ 183 millones), que compensó las mayores erogaciones en Intereses (US\$ -118 millones).

Cuenta Capital y Financiera

La Cuenta Capital y Financiera marcó un egreso neto de US\$ -137 millones en el primer trimestre y, en particular, la Financiera uno de US\$ -153 millones.

La salida neta tuvo su origen en los egresos del Sector Público No financiero sin BCRA por US\$ 225 millones, parcialmente compensada por modestos ingresos en el Sector Privado No Financiero (US\$ +37 millones) y el Sector Bancario (US\$ +35 millones), mientras que el BCRA mantuvo un resultado equilibrado.

El saldo negativo del Sector Público No Financiero resultó de un pago de amortizaciones superior al ingreso por colocaciones de deuda a nivel del Gobierno Nacional, mientras que se observó lo contrario con títulos públicos en los Gobiernos Locales.

Los modestos ingresos netos registrados por el Sector Privado No Financiero implicaron una mejora respecto de las salidas netas de US\$ 1.037 millones en el primer trimestre de 2010 que se debieron a una menor formación de activos externos. En el Sector Bancario, en cambio, el ingreso neto se redujo respecto de un año atrás US\$ -300 millones.

El flujo de IED en la Argentina sumó US\$ 1.966 millones en el primer trimestre, US\$ 300 millones menos que en I.10, producto de una leve reducción en la Reinversión de Utilidades (US\$ -52 millones), a pesar del aumento en los Aportes de Capital. En cuanto a la inversión en cartera en el país, ésta sumó US\$ 205 millones en el trimestre por operaciones del Gobierno.

Con respecto a la deuda externa bruta, se estimó en US\$ 130.827 millones a fines de marzo,

cifra que implica un alza de US\$ 2.227 millones respecto de fines de 2010. Todos los sectores contribuyeron a la suba. En la deuda del Sector Público no Financiero y BCRA (US\$ 1.226 millones) influyeron las colocaciones de Bonos y títulos y atrasos, en el Sector Financiero (US\$ 78 millones), las líneas de crédito así como el aumento en los depósitos.

Desde el IV.09 en que alcanzó 38,9% del PIB, la deuda viene disminuyendo. Así, en el primer trimestre del 2011 dicho cociente fue de 33,8%, con obligaciones exigibles en el corto plazo que representan un 38,6% del total adeudado. Otro cociente relevante, el que vincula la deuda con la cantidad de años en términos de exportaciones para pagarla, también se redujo en el período a 1,8 años desde 2,1 en I.10.

Reservas Internacionales

A fines de marzo el BCRA redujo sus reservas internacionales en US\$ 891 millones, US\$ -1.159 millones por efecto de las transacciones de balance de pagos, parcialmente compensadas en US\$ 268 millones por cambio en las paridades. Así, a fines de marzo las tenencias en poder del BCRA sumaron US\$ 51.298 millones, (13,1% del PIB.)

Por su parte, el coeficiente de cobertura en relación al stock de deuda externa desmejoró levemente en términos anuales, pasando del 40,3%, en I.10 a 39,2% en el primer trimestre de 2011.

Tipo de cambio

La cotización del Tipo de Cambio Nominal de referencia del BCRA (\$/US\$) registró una depreciación del 2% entre puntas al comparar los registros del primer y el último día hábil del trimestre (3,80 vs. 3,84). Respecto del mismo período del año anterior, en promedio, la cotización del primer trimestre de 2011, arrojó una depreciación anual del 4,5%. El indicador de Tipo de Cambio Real Multilateral elaborado por el Banco Central mostró una nueva mejora en la competitividad respecto del trimestre anterior, que asciende 3,8% en la comparación anual, influida por la depreciación del peso respecto del real (3% y 8,8% en ambas comparaciones). En términos bilaterales, la paridad real contra el euro se depreció 0,8% contra el IV.10 y se mantuvo inalterada la paridad respecto del dólar estadounidense. Por otra parte, el cotejo de nuestra moneda con la china indica una ligera apreciación (0,3%) en el primer trimestre respecto del cuarto del 2010.

PRINCIPALES INDICADORES DE SECTOR EXTERNO

	2003-2009	2010	Ult. 4 Trlm	II 10	III 10	IV 10	I 11
1 NIVELES							
En millones de USD							
Cuenta corriente		3.081		3.156		-445	
Saldo comercial (fob - cif)		11.632		5.341		1.381	
Exportaciones (fob) (ica)		68.134		19.074		17.296	
PP		15.142		5.724		2.568	
MOA		22.661		5.989		6.210	
MOI		23.816		5.849		6.698	
Combustible y energía		6.515		1.513		1.821	
Importaciones (cif)		56.502		13.733		15.915	
Bs de cap + partes y accesorios		23.106		5.412		6.817	
Bs Intermedios + comb y lubricantes		22.162		5.776		5.858	
Bs de Cons + vehículos + resto		11.234		2.545		3.241	
Importaciones (fob)		53.868		13.087		15.181	
Saldo Mercancías (fob - fob)		14.266		5.987		2.115	
Saldo Servicios Reales		-852		-339		111	
Rentas		-9.973		-2.409		-2.558	
Intereses pagados		4.436		1.079		1.165	
Utilidades y Dividendos pagados		8.100		1.938		2.016	
Cuenta Capital y Financiera		2.722		481		1.284	
Saldo Cuenta Financiera		2.655		477		1.282	
Sector Públ No Fin y BCRA		-670		-343		-611	
Sector Privado + EyO		1.680		-712		2.131	
Inversión Extranjera Directa en Argentina (IED)		6.337		1.181		904	
Variación de reservas		4.157		2.104		1.078	
Deuda Externa Bruta (saldo a fin de período)		128.600		121.813		128.600	
Deuda Pública + BCRA (saldo a fin de período)		69.430		63.817		69.430	
Deuda Privada (saldo a fin de período)		59.170		57.997		59.170	
Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (Base dic 2001=100)		278,4		274,0		284,4	
TCBR con Brasil (\$/Real) (Base 2001=100)		330,2		325,7		341,3	
TCBR con EEUU (\$/US\$) (Base 2001=100)		188,7		190,1		185,4	
TCBR Eurozona (\$/Euro) (Base 2001=100)		264,3		255,6		269,2	
2 COMO PORCENTAJE DEL PRODUCTO							
En % del PIB							
Cuenta corriente		3,6		3,0		1,5	
Saldo comercial		5,5		4,9		4,0	
Exportaciones (fob)		18,1		18,0		18,8	
Importaciones (cif)		12,6		13,1		14,7	
Importaciones (fob)		12,1		12,6		14,1	
Saldo Mercancías		6,0		5,4		4,7	
Inversión Extranjera Directa en Argentina (IED)		1,3		1,5		1,9	
Cuenta capital y financiera		-3,0		-2,7		-0,4	
Variación de reservas		0,4		-0,1		0,3	
Deuda Externa Bruta		38,0		37,1		37,0	
Deuda Pública + BCRA (saldo a fin de período)		20,2		19,6		19,7	
Stock de reservas		15,6		15,0		13,7	
3 VARIACIONES ANUALES							
En %							
Cuenta corriente		62,3		...		-75,2	
Exportaciones (fob)		-20,5		10,7		36,0	
PP		-42,6		5,7		105,8	
MOA		-11,3		-11,5		20,2	
MOI		-15,2		37,0		30,8	
Combustible y energía		-18,0		23,1		4,2	
Importaciones (cif)		-32,5		33,1		50,1	
Bs de cap + partes y accesorios		-30,0		34,9		49,8	
Bs Intermedios + comb y lubricantes		-38,3		26,6		46,8	
Bs de Cons + vehículos + resto		-23,9		42,6		57,9	
Índice de cantidad de exportaciones		-9,3		4,5		29,1	
PP		-31,5		-6,5		105,7	
MOA		1,8		-18,0		11,0	
MOI		-10,0		44,6		23,7	
Combustible y energía		17,2		-35,9		-7,3	
Índice de cantidad de importaciones		-23,1		35,1		41,5	
Bs de capital		-23,8		38,8		48,6	
Bs Intermedios		-20,8		34,2		23,5	
Combustibles y lubricantes		-3,0		11,1		19,4	
Piezas y acces bs de capital		-25,0		34,9		51,1	
Bienes de Consumo		-25,0		34,1		52,4	
Índice de Términos del Intercambio		0,3		7,7		-0,6	
Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral		7,4		16,6		-3,1	
TCBR con Brasil (\$/Real)		3,5		27,0		1,5	
TCBR con EEUU (\$/US\$)		9,7		1,7		-6,3	
TCBR Eurozona (\$/Euro)		5,8		6,7		-13,6	

Fuente: INDEC, DNCI, BCRA

Dinero y Bancos

Dinero y Bancos

Mercado de Cambios y Reservas Internacionales

Durante el I.11, la Formación de Activos Externos (FAE) alcanzó los US\$ 3.676 millones, un 4% por debajo de lo registrado el I.10. Al mismo tiempo, el saldo de la cuenta mercancía registró un superávit de US\$ 2.398 millones, 25% por debajo del mismo período del año pasado. Sin embargo, se incrementaron las entradas de divisas vía préstamos financieros netos, alcanzando los US\$ 3.578 millones, mientras que el mismo período del año pasado habían totalizado US\$ 359 millones. De esta manera, el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) exhibió un superávit de US\$ 2.583 millones durante el período en cuestión.

En este contexto, se registró un aumento del ritmo de devaluación del peso ante el dólar, que pasó de \$/US\$ 3,9758 a \$/US\$ 4,052 en los primeros tres meses del año (7,9% anualizado).

Las reservas internacionales registraron hacia el 31 de marzo un stock de US\$ 51.298 millones. Esto significa un incremento en términos interanuales de US\$ 3.838 millones. Sin embargo, las mismas cayeron unos US\$ 891 millones en comparación a diciembre del año pasado. Esto se explica en gran parte por la desviación de fondos del resultado superavitario del MULC, en virtud de la creación del Fondo del Desendeudamiento Argentino (FONDEA). Así, las operaciones contables vinculadas al FONDEA y otros insumieron recursos de otro modo destinados a las reservas por un total de US\$ 4.035 millones durante el I.11.

Base Monetaria

La Base Monetaria (BM) se contrajo unos \$1.118 millones durante el I.11, comportamiento observado regularmente los primeros tres meses de cada año. Los billetes y monedas en poder del público se vieron disminuidos en unos \$2.309

millones, mientras que las reservas bancarias (efectivo en bancos y cuentas corrientes de las entidades financieras en el BCRA) exhibieron un aumento de \$1.201 millones.

Como se desprende del apartado anterior, el principal factor que impulsó la expansión de la BM son las compras netas de divisas por parte del BCRA, al aumentar \$12.629 millones la liquidez. Las operaciones con el sector público incrementaron la oferta de moneda local en \$2.697 millones. Por su parte, los principales factores contractivos fueron la esterilización vía colocación de Lebac y Nobac y las operaciones de pases con la autoridad monetaria, que redujeron la BM en \$6.778 millones y \$9.382 millones, respectivamente.

Por último, la liquidez amplia de las entidades financieras efectivo en entidades financieras, saldos en cuenta corriente en el BCRA, pases netos y Lebac y Nobac, como porcentaje de los depósitos totales (en pesos) se ubicó en un 45,7% durante marzo, valor idéntico al registrado el mismo mes del año pasado.

Depósitos, Tasas de Interés Pasivas y Agregados Monetarios

Durante el I.11, los depósitos totales en pesos del Sector Privado No Financiero registraron un incremento de \$12.236 millones (+6%). En particular, los depósitos a plazo en pesos crecieron unos \$8.222 millones (+10,1%), explicado en mayor parte por el segmento mayorista (\$4.801 millones o +13,6%) y las colocaciones de 59 a 179 días de plazo (\$7.153 millones o +9,7%). Por otro lado, los depósitos en dólares crecieron unos US\$ 634 (+5,5%) y la dolarización de los depósitos (depósitos en dólares sobre depósitos totales del sector privado no financiero) alcanzó durante marzo un 18,5%.

Las tasas de interés correspondientes a las colocaciones a plazo se mantuvieron estables.

La tasa de interés Badlar (por depósitos de más de \$1 millón de corto plazo) promedió en marzo 11,2%, 5 p.b. por encima del registrado en diciembre del año pasado, al tiempo que la tasa de interés por plazo fijo minorista (menos de \$100.000) aumentó 11 p.b. entre ambos meses y se ubicó en torno al 9,3%.

Por otra parte, los depósitos a la vista en moneda doméstica del sector privado (en caja de ahorro y en cuenta corriente) aumentaron unos \$4.176 millones (+3,7%).

El saldo promedio del M2 total se ubicó hacia fines de marzo en \$264.121 millones, lo que representó una variación interanual de 33,9%, situándose dentro del rango establecido por el Programa Monetario 2011 para el I.11. Vale destacar el comportamiento de los depósitos a plazo del sector público, que crecieron un 21,6%, y se convirtieron así en el principal factor contractivo del M2.

Préstamos al Sector Privado, Tasas de Interés Activas y Solidez del Sistema Financiero

El financiamiento al sector privado continuó evidenciando un marcado crecimiento durante el I.11. Así, los préstamos totales al sector privado no financiero (en pesos y dólares) se vieron incrementados en unos \$15.552 millo-

nes (+8,2%) y promediaron durante marzo los \$206.096 millones.

El crédito al sector privado en pesos fue impulsado en mayor medida por el crecimiento de los créditos al consumo (\$5.729 millones o +8,7%) y los comerciales (\$3.222 millones o +4,8%). Por su parte, los créditos con garantía real avanzaron en \$2.456 millones (+8,4%), destacándose el fuerte crecimiento de los créditos prendarios (\$1.470 millones o +15,6%).

Por su parte, el costo financiero creció 65 p.b. en el caso del crédito al consumo y 36 p.b. para el financiamiento comercial, mientras que cayó 30 p.b. para los préstamos con garantía real.

La irregularidad de cartera privada se ubicó durante marzo en un nivel históricamente bajo, alcanzando el 1,9% del total de las financiaciones. La exposición patrimonial al sector privado (cartera irregular total - provisiones por incobrabilidad / Patrimonio Neto) se ubicó en -3,4%. Asimismo, la rentabilidad del sistema financiero, medida por el ROA, se ubicó en torno al 2,6% del activo neto, impulsada por el margen financiero, que llegó al 8,5% del patrimonio neto.

Por último, en el mercado interbancario aumentó el volumen negociado un 1,3% respecto a diciembre del año pasado, mientras que la tasa de interés *Call* cayó en el mismo período 17 p.b.

PRINCIPALES INDICADORES DE DINERO Y BANCOS

	2003 - 2008	2009	2010	I 10	II 10	III 10	IV 10	I 11
1 ACTIVOS Y PASIVOS DEL SISTEMA FINANCIERO								
En Millones de Pesos (1)								
Reservas Internacionales (en Dólares)		46.353	47.918			50.522		52.336
Base Monetaria		105.568	120.424			135.718		163.224
Circulación Monetaria		81.406	94.314			104.820		127.696
En Público		72.604	83.843			93.513		112.461
En Entidades		8.801	10.472			11.307		15.236
Cuenta Corriente en el BCRA		24.162	26.110			30.897		35.521
Lebac y Nobac		37.558	44.286			61.137		76.092
Stock de Pases con el BCRA - Activos		547	10			0		0
Stock de Pases con el BCRA - Pasivos		13.159	13.906			13.799		11.948
Préstamos al Sector Privado		133.208	141.772			164.578		201.251
En Moneda Nacional		112.093	121.189			140.373		169.527
Consumo		43.961	49.594			56.594		69.627
Comerciales		43.100	46.551			57.163		68.842
Hipotecarios		17.949	17.872			18.598		20.686
Prendarios		7.083	7.173			8.018		10.371
En Moneda Extranjera (en Dólares)		5.667	5.361			6.141		7.905
Depósitos del Sector Privado		176.826	198.023			223.747		260.837
En Moneda Nacional		141.596	159.287			180.004		212.402
Cuenta Corriente		39.760	45.609			52.556		62.409
Caja de Ahorro		35.456	40.146			45.597		54.109
Plazo Fijo		59.389	66.057			73.848		86.907
Otros		6.992	7.475			8.003		8.977
En Moneda Extranjera (en Dólares)		9.422	10.089			11.099		11.949
Agregados Monetarios Totales								
M1 (ByM + Cta Cte en Pesos)		137.304	157.318			169.082		207.093
M2 (M1 + Caja de Ahorro en Pesos)		176.240	201.574			218.763		265.125
M3 (ByM + Depósitos Totales en Pesos)		275.516	307.977			359.023		428.763
M3* (ByM + Depósitos Totales en Pesos y Dólares)		317.794	352.750			417.432		491.658
Agregados Monetarios Privados								
M1 (ByM + Cta Cte Priv en Pesos)		112.364	129.453			146.069		174.872
M2 (M1 + Caja de Ahorro Priv en Pesos)		147.820	169.599			191.666		228.985
M3 (ByM + Depósitos Privados en Pesos)		214.201	243.131			273.518		324.870
M3* (ByM + Depósitos Totales en Pesos y Dólares)		249.431	281.868			317.260		372.518
2 TASAS DE INTERÉS								
Nominal Anual								
Lebac 90 días		13,9	12,2			12,2		11,1
Pases Pasivos 1 día		9,9	9,0			9,0		9,0
Interbancaria - Call		10,2	8,7			9,3		9,9
Badlar		12,4	9,6			10,4		11,1
Plazo Fijo < \$100 mil		11,3	9,0			9,0		9,2
Adelantos en Cuenta Corriente (2)		15,7	10,5			10,6		11,1
Tasas de Interés Activas								
Consumo		33,0	31,2			30,3		30,7
Comerciales		21,2	17,6			16,6		16,6
Hipotecarios		14,7	13,3			14,1		13,9
Prendarios		21,7	17,6			17,2		17,3
3 INDICADORES DE SOLIDEZ DEL SISTEMA FINANCIERO								
En Porcentaje								
Liquidez		28,6	30,9			28,8		27,7
Crédito al Sector Público		14,5	14,1			13,0		11,6
Irregularidad de Cartera Privada		3,5	3,4			2,7		2,0
Exposición Patrimonial al Sector Privado		-2,8	-3,2			-3,9		-5,3
ROA		2,4	2,2			2,5		2,7
Integración de Capital		18,7	18,9			17,8		17,3
Posición de Capital		99,0	100,0			88,0		85,1

(1) Excepto indicación contraria

(2) A partir de 2009 corresponde a la tasa de interés por adelantos en cuenta corriente en moneda nacional hasta siete días de plazo desde \$10 millones

Fuente: BCRA

Coyuntura Regional

Coyuntura Regional

Actividad Regional

El cuadro económico que presentaron las cinco grandes regiones económicas argentinas estuvo, en términos generales, alineado con el favorable panorama macroeconómico que mostraron las cifras del agregado nacional. Así, en un trimestre en el que el producto del país se expandió a casi 10%, los indicadores de demanda mostraron fuertes expansiones en casi todos los casos aunque desacelerándose levemente de las excepcionales variaciones mostradas, particularmente en lo que a ventas de automóviles y despachos de cemento se refiere durante los meses finales de 2010.

En materia de empleo aparece cierta diferenciación por regiones, ya que la evolución de la tasa de empleo nacional que se incrementó sólo 0,2 puntos porcentuales entre I.10 y I.11, está muy influenciada por el Gran Buenos Aires (GBA). En el resto del país la creación de empleo se mostró más dinámica, incluyendo al resto de la región Centro, aunque excluyendo a Nuevo Cuyo. Cabe recordar que la Ciudad de Buenos Aires y los partidos del conurbano representan algo más de la mitad de la población relevada en la Encuesta Permanente de Hogares (EPH).

Región Centro y Buenos Aires

Esta región, que explica aproximadamente tres cuartas partes del PIB argentino, muestra indicadores de producción y demanda muy alineados con las expansiones nacionales del PIB, exportación, consumo e inversión.

El crecimiento de la actividad productiva aparece claramente liderado por la suba en aceite de soja de 49%, en automotores de 28% y en acero crudo de 10%. Las exportaciones marcan una aceleración respecto a los trimestres anteriores, presentando un incremento en dólares del 33% anual, el nivel más alto de todas las regiones.

Como ya se ha dicho, el empleo regional solo creció respecto a 2010 lo suficiente como para cubrir la variación de la población, ya que la tasa de empleo sólo aumento 0,1 punto porcentual. Paralelamente, del aumento de 4% en el empleo registrado se infiere un blanqueo creciente. La evolución de las remuneraciones netas (+31%) habría tenido un impacto positivo en el consumo y en la inversión en construcción. Al respecto, si se toman la evolución de las ventas al mercado interno de cemento portland y el patentamiento de autos, se registran aumentos del 13% y 26%, respectivamente.

Región Noreste (NEA)

Varios de los indicadores de producción evolucionaron favorablemente o muestran buenas perspectivas. La siembra de algodón superaría en 15% a la de la campaña 2009/2010 con precios en niveles récord (más que duplican los del primer trimestre de 2011). La campaña de arroz cuya cosecha comenzó ya en el trimestre I.11 prevé un incremento del orden del 70%. De las actividades más importantes, la última que sigue mostrando una evolución contractiva es la ganadera, cuya faena bajó 33% anual.

Las exportaciones muestran una suba de 19% anual, una de las tasas más altas, impulsadas fundamentalmente por el complejo algodonero (fibra e hilados) y los productos del complejo forestal.

El mercado de trabajo reflejó la tendencia general de la región. La tasa de empleo llegó a 35,5% (bajando más de 1 p.p. respecto a I.10) y la desocupación es ya de 3,0%. Asimismo, los incrementos en los puestos de trabajo registrado y en las remuneraciones netas se encuentran entre los más elevados del país, presentando aumentos del 6% anual y 36%, respectivamente.

De este modo, el consumo de cemento y el número de autos patentados también registran significativos aumentos, del 26% en el primer caso y del 34% en el segundo, ubicándose por encima del promedio nacional.

Región Noroeste (NOA)

Las producciones primarias muestran evoluciones dispares. El complejo minero jujeño -fundamentalmente basado en plata y plomo- muestra una fuerte expansión de sus exportaciones, que se contraponen al estancamiento en las de cobre (Catamarca). En todos los casos, los precios siguen con importantes alzas, aunque se trata de actividades con escaso derrame sobre la demanda interna de sus áreas de influencia.

En el agro, el azúcar apunta a recuperarse en 2011 de la caída experimentada en la zafra de 2010. Tal recuperación ocurriría en base a la producción tucumana (dos tercios del total), mientras que la caída del año anterior ocurrió tanto en esa provincia como en Jujuy, que da cuenta de algo más de un quinto de la producción nacional.

Por su parte, las perspectivas para el limón se ven empañadas por las dificultades climáticas, así como por las restricciones impuestas por EE.UU. La producción cerealera (maíz, sorgo) de verano permitió fuertes aumentos en las exportaciones desde Santiago y Tucumán.

En conjunto, las exportaciones aumentaron un 6% anual, presentando tasas más moderadas que las de 2010. Por su parte, el empleo en los principales núcleos urbanos aumentó 3,0% anual, lo que permitió a los salarios registrados un crecimiento de 32%, similar al registrado en el resto de las regiones. En este marco, se observa una suba de los indicadores de demanda, en especial, del patentamiento de autos, que creció un 34% anual.

Región Nuevo Cuyo

Las principales actividades productivas de la región, con excepción del petróleo y sus refinados, muestran una evolución positiva en los tres primeros meses del 2010. En este sentido, la cosecha de uva (Mendoza y San Juan) fue buena, lo que hace prever que este año se logren buenos niveles de stocks y cierto equilibrio en materia de precios. En el I.11 hubo un importante aumento de los despachos de vinos gasificados, vinos no varietales y de aquellos cuyo precio se ubica entre los 16 y 20 pesos. Por su parte, la producción de oro (San Juan) creció un 5% anual y los precios subieron aún más (24,9%), proyectándose para este año una continuación de la tendencia alcista debido a que las crisis en la Eurozona y Estados Unidos lo sitúan entre los activos más demandados.

La industria, radicada fundamentalmente en las provincias de promoción industrial (La Rioja y San Luis), mostró una suba moderada en química básica (0,3%), productos plásticos (3,3%) y detergentes, jabones y productos personales (2,5%) y un crecimiento mayor en textiles (13,1%). Por su parte, el turismo de la región, medido en términos de pernoctes, mostró un desempeño por encima del promedio nacional (5,2% vs. 3,1%), impulsado fundamentalmente por La Rioja y Mendoza.

Las exportaciones, luego de haber registrado elevadas tasas de crecimiento en los trimestres anteriores, se incrementaron en el primer trimestre un 3% anual, lo que estaría dando señales de una posible desaceleración.

La buena marcha de la economía de la región ha impactado favorablemente en el mercado de trabajo, llevando a una caída de 1,6 p.p. en los niveles de desocupación respecto a I. 10. Asimismo, la tasa de empleo llegó a 39,3% (bajando más de 1 p.p. con relación a un año atrás). Asimismo, los ingresos presentaron un crecimiento significativo (31%), lo que se vio reflejado en los distintos indicadores de consumo (aumento de las ventas internas de cemento en un 7% y de la cantidad de autos patentados en un 26%).

Región Patagonia

Los indicadores de actividad muestran un desempeño bastante heterogéneo. En petróleo, el panorama es parecido al de Nuevo Cuyo en términos de extracción no así en refinación en donde se mantuvo estable. Con relación a otros sectores primarios como la pesca, se observa buenos niveles de captura tanto en langostino como en merluza, en tanto que en peras y manzanas, las perspectivas para este año son alentadoras, estimándose subas en la producción que rondan el 20% anual.

Por su parte, la industria, que tiene a Tierra del Fuego como epicentro, presenta en este pri-

mer trimestre variaciones positivas en textiles (13,1%) y celulares (209,8%) y caídas en productos electrónicos como televisores, reproductores de DVD y hornos microondas.

Las exportaciones registraron tasas de crecimiento anuales positivas (5%), pero menores a los trimestres previos.

Los indicadores del mercado de trabajo muestran una caída del desempleo respecto a los registros de un año atrás (en este trimestre se ubicó en 6,1%) y un aumento de la tasa de empleo (41,9%). Ello explica, en parte, el aumento del consumo en el período considerado: suba del 7% en las ventas internas de cemento y del 27% en el patentamiento de autos.

PRINCIPALES INDICADORES REGIONALES CUADRO RESUMEN

	2010	I 10	II 10	III 10	IV 10	I II 11
CENTRO Y BUENOS AIRES (BUENOS AIRES, CABA, CÓRDOBA, ENTRE RÍOS, SANTA FÉ)						
Indice Sintético de Actividad ('04=100) /1 /2						
Var anual, en %						
Tasa de empleo, en % /3						
Tasa de pobreza, en % /4						
Recursos de Origen Nacional, \$ millones						
Recaudación Tributaria Propia, \$ millones						
Exportaciones acumuladas, US\$ millones						
Var anual, en %						
NORESTE ARGENTINO (CHACO, CORRIENTES, FORMOSA, MISIONES)						
Indice Sintético de Actividad ('04=100) /1 /2						
Var anual, en %						
Tasa de empleo, en % /3						
Tasa de pobreza, en % /4						
Recursos de Origen Nacional, \$ millones						
Recaudación Tributaria Propia, \$ millones						
Exportaciones acumuladas, US\$ millones						
Var anual, en %						
NOROESTE ARGENTINO (CATAMARCA, JUJUY, SALTA, SANTIAGO DEL ESTERO, TUCUMÁN)						
Indice Sintético de Actividad ('04=100) /1 /2						
Var anual, en %						
Tasa de empleo, en % /3						
Tasa de pobreza, en % /4						
Recursos de Origen Nacional, \$ millones						
Recaudación Tributaria Propia, \$ millones						
Exportaciones acumuladas, US\$ millones						
Var anual, en %						
NUEVO CUYO (LA RIOJA, MENDOZA, SAN JUAN, SAN LUIS)						
Indice Sintético de Actividad ('04=100) /1 /2						
Var anual, en %						
Tasa de empleo, en % /3						
Tasa de pobreza, en % /4						
Recursos de Origen Nacional, \$ millones						
Recaudación Tributaria Propia, \$ millones						
Exportaciones acumuladas, US\$ millones						
Var anual, en %						
PATAGONIA (CHUBUT, LA PAMPA, NEUQUÉN, RÍO NEGRO, SANTA CRUZ, TIERRA DEL FUEGO)						
Indice Sintético de Actividad ('04=100) /1 /2						
Var anual, en %						
Tasa de empleo, en % /3						
Tasa de pobreza, en % /4						
Recursos de Origen Nacional, \$ millones						
Recaudación Tributaria Propia, \$ millones						
Exportaciones acumuladas, US\$ millones						
Var anual, en %						
/1: El ISAR es una aproximación al nivel de actividad regional, no consistentes con el PIB Nacional o EMAE. Ver anexo metodológico.						
/2: Datos provisorios.						
/3: % de ocupados sobre la población, en el conjunto de aglomerados EPH de la región. Estimación propia en base a datos de EPH Indec.						
/4: % de personas en hogares por debajo de la línea de pobreza en el conjunto de aglomerados EPH de la región. Estimación propia en base a datos de EPH Indec. Datos semestrales.						

Nuevos Mercados en Exportaciones Regionales

Participaron en la elaboración de esta Nota Técnica:
Juan Pablo Dicovalski y Florencia Garfinkel

1. Introducción

La presente nota técnica complementa el trabajo realizado por Pablo Moldovan “Los nuevos mercados de las exportaciones argentinas”¹ donde se examina el incremento de las exportaciones durante el presente ciclo económico de expansión (2003-2010) desde la perspectiva de la conquista y mantenimiento de mercados, como una forma de abordar la problemática de la diversificación exportadora por destinos y productos. Este trabajo aporta la identificación del origen geográfico de las exportaciones y la evolución de su composición.

Por tanto, el propósito es analizar el dinamismo exportador a nivel regional, desde una perspectiva cuantitativa, pero añadiéndole un componente cualitativo. Para ello se tomaron en cuenta la evolución de los mercados ya vigentes y la irrupción en nuevos mercados (o la pérdida de mercados). Se ha considerado también la evolución diferenciada por tipo de producto, con una clasificación que intenta aproximar el grado de agregación de valor.

En la siguiente sección se describe sintética-

mente la metodología seleccionada para cumplir con este objetivo. A continuación, en la Sección 3, se presentan los resultados obtenidos a nivel regional, comparando la situación de 2003 con la actual (2010), con especial énfasis en la aparición de nuevos mercados en la estructura exportadora de cada región, esto es, la aparición de nuevas combinaciones producto/destino. Aquí también se definirán cuáles fueron los principales productos que encabezaron este proceso y sus principales destinos. Por último, en la Sección 4 se presentan las conclusiones derivadas del trabajo.

2. Metodología

En el citado trabajo de Moldovan se definió como unidad de análisis al mercado de destino, constituido por la combinación de una posición de exportación y un país de destino². A partir de allí, y tomando como modelo la metodología propuesta en la construcción de matrices de comercio³, se construyeron matrices para cada una de las cinco regiones del país con el objetivo de contrastar las respectivas estructuras exportadoras de 2010 en relación a la de siete años atrás.

CUADRO 1 EJEMPLO DE LAS MATRICES DE COMERCIO CATEGORIZADAS

País	País					
	Producto	Afganistán	Albania	Alemania	Andorra	Angola
121	-	-	-	-	-	-
190	-	-	ganado	-	-	-
1112	-	-	activo	-	-	-
1122	-	-	ganado	-	-	-
1212	ganado	-	activo	-	-	perdido

¹ Ver Informe Económico N° 74

² Un ejemplo concreto de un “nuevo mercado de destino” sería el siguiente: el NOA vendió en 2010 aproximadamente un millón y medio de dólares a Uruguay de calzado textil con suela de plástico, cuando en 2003 no había exportado ese producto al Uruguay.

³ Las columnas representan a los distintos países de destino, mientras que las filas corresponden a las diferentes posiciones de exportación.

Una vez construídas estas matrices se categorizaron los mercados de destino (combinaciones producto/destino) del siguiente modo:

- Ganados: aquellos que no encontrándose activos en 2003 sí lo hicieron en 2010.
- Perdidos: aquellos que presentaron exportaciones en 2003 mas no durante 2010.
- Variación de un mercado activo: mercados activos en 2003 y en 2010.

Se considera mercado activo a aquella combinación país/producto (celda de la matriz) que presentó exportaciones mayores a 10 mil dólares. Para la clasificación por producto se utilizó la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional (CUCI) Revisión 3; desagregada a 5 dígitos, que fue la usada en la nota de Molodván. A partir de la estructuración de esa clasificación internacional, se agruparon los productos en cinco clases:

1. Primarios⁴ y Manufacturas de Origen Agropecuario
2. Combustibles
3. Manufacturas de Origen Industrial (excepto Bienes de Capital y de Transporte)

4. Bienes de Capital y de Transporte

5. Bienes no clasificados en otra parte (otros)⁵

Para cada una de las cinco regiones económicas argentinas, se desagregó la variación entre 2003 y 2010 de sus exportaciones por evolución de los mercados de destino y por conjunto de producto. A modo de ejemplo, la tabla 2 muestra esa descomposición para NOA:

3.Resultados

3.1 Exportaciones Regionales: Evolución Según Conquista, Mantenimiento o Pérdida de Mercados de Destino

Entre 2003 y 2010 las exportaciones argentinas experimentaron un incremento del 128%, lo que implica un ritmo anual promedio acumulativo del 12,5%. En este período se ganaron casi 9.200 mercados de destino, aunque se perdieron unos 5.900, con lo que en forma neta se ganaron casi 3.300 combinaciones producto-destino, sobre los 15.800 existentes en 2003.

Las cinco regiones registraron un aumento de la cantidad de mercados y como muestra el Gráfico 1 un aporte positivo de tal aumen-

CUADRO 2
EJEMPLO DE VALORIZACIÓN DE LAS CATEGORÍAS (NOA)

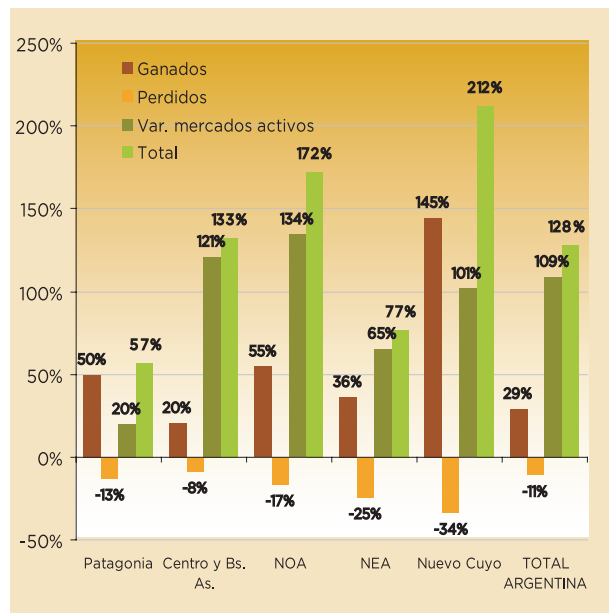
Conjunto de productos	Ganados (+)	Perdidos (-)	Var. Mercados Activos (+)	Total
Primarios y MOA	673	211	2.045	2.507
Combustibles	14	12	-36	-34
MOI exc. Bienes de capital y transporte	97	21	171	248
Bienes de Capital y Transporte	54	12	18	59
Bienes no clasificados en otras partes	55	19	0	37
Total	893	274	2.198	2.816

⁴ Además de los productos agropecuarios sin industrialización, se incluyen aquí los minerales y concentrados sin mayor grado de elaboración o refinación.

⁵ Básicamente está compuesto por el oro no monetario.

Gráfico 1 Descomposición del incremento Exportador 2010/2003 de Cada Región Según Mercados de Destino

En % de las Exportaciones 2003
de la Región



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Indec

to al incremento del monto exportado por la región.

En Nuevo Cuyo los nuevos mercados contribuyeron de manera protagónica a la variación del 212% del total de las exportaciones. No obstante, la ampliación de las relaciones comerciales ya existentes habría bastado para duplicar el monto exportado en 2003, de manera que este componente también aportó significativamente al aumento de las exportaciones cuyanas. Entre ambos más que compensaron el impacto de la pérdida de mercados existentes en 2003, cuya magnitud es la mayor entre las cinco grandes regiones argentinas.

En Patagonia también fueron los mercados ganados quienes realizaron el mayor aporte (50%) al incremento de las ventas externas. La evolución obtenida por los mercados activos fue por lejos el más exigüo de las cinco regiones, aportando apenas 20 puntos al crecimiento total patagónico (que llegó a 82%). Para entender esta evolución es clave tener en

cuenta el estancamiento de los últimos años en la producción de petróleo⁶ –de muy alta incidencia en las ventas externas de la región y la creciente demanda interna por combustibles.

La pérdida de mercados privó a Patagonia de aumentar 13% sus exportaciones totales. La Región obtuvo el menor crecimiento en comparación con el resto.

Tanto la Región Centro y Buenos Aires como el NOA deben el buen desempeño de sus exportaciones, fundamentalmente, al fortalecimiento de relaciones comerciales presentes en 2003. El aporte realizado por los nuevos mercados en el NOA fue mayor que aquél de la Región Centro y Buenos Aires; sin embargo, la pérdida de mercados en esta última no fue tan significativa como sí lo fue en el Noroeste.

El NEA fue otra de las regiones que vieron afectada su performance por la magnitud de mercados perdidos (25%) y en donde el aporte de los mercados ganados al crecimiento de las exportaciones totales no fue importante.

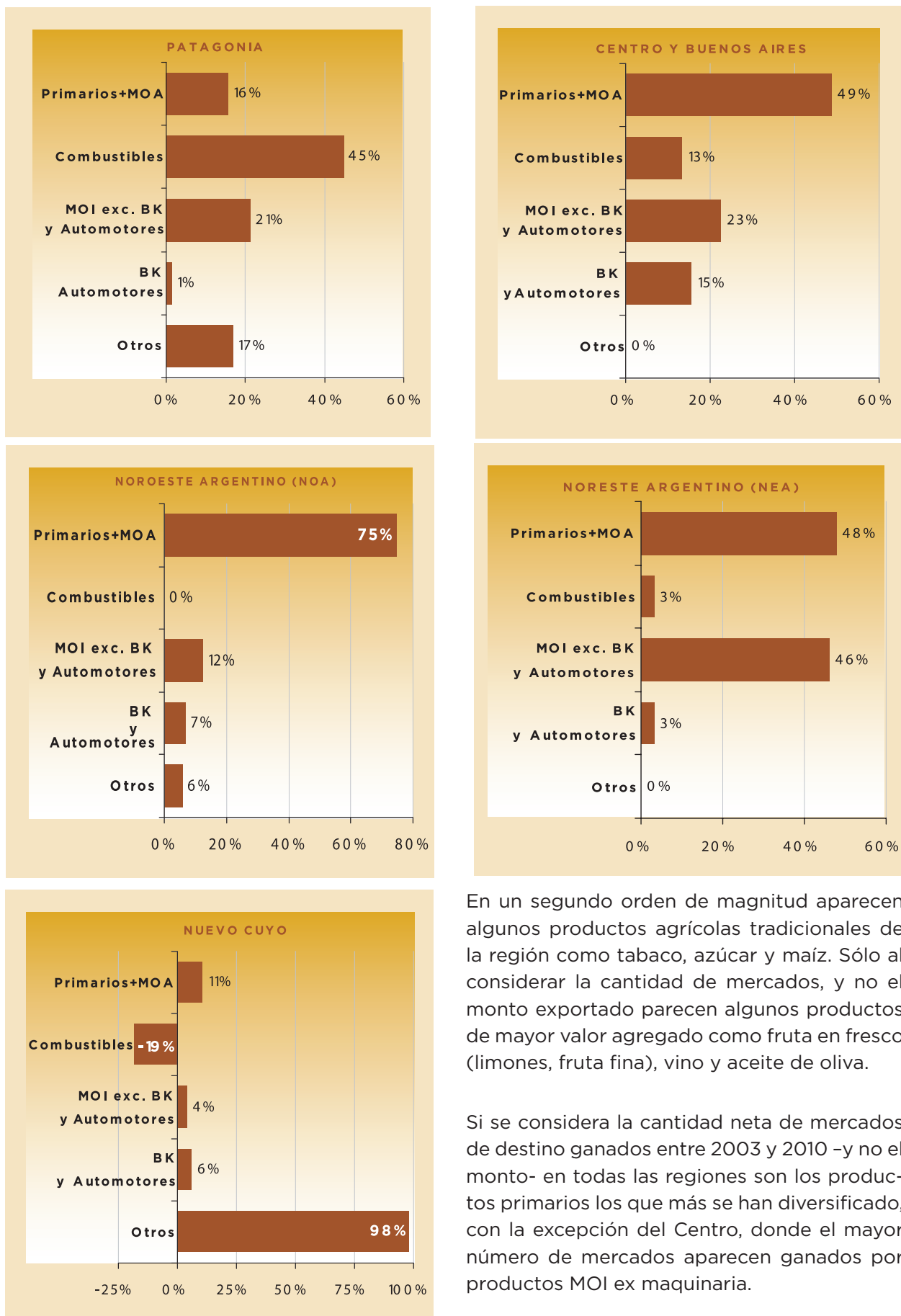
3.2 Análisis Sectorial de la Conquista Neta de Mercados de Destino

Las regiones Patagonia y Centro y Buenos Aires fueron las que presentaron la mayor diversificación de productos en la incorporación de nuevos mercados, mientras que Nuevo Cuyo y el Noroeste Argentino (NOA) concentraron estas exportaciones casi exclusivamente en una de las categorías (Gráfico 2). En la primera, el conjunto preeminente es Bienes no clasificados en otra parte (rotulado como “Otros” en los gráficos) que comprende fundamentalmente al oro no monetario. Cabe recordar que en el lapso analizado comenzó a explotarse el complejo aurífero Veladero (San Juan).

En NOA prima el grupo de Primarios+MOA, donde se destacan fuertemente los metales como plata y cobre. En el primero de los casos, se trata de una producción inexistente en 2003 que tiene un único mercado de destino (Perú).

⁶ A nivel nacional, no sólo en Patagonia.

Gráfico 2
Ganancia Neta de Mercados (en US\$) Según Tipo de Producto



En un segundo orden de magnitud aparecen algunos productos agrícolas tradicionales de la región como tabaco, azúcar y maíz. Sólo al considerar la cantidad de mercados, y no el monto exportado parecen algunos productos de mayor valor agregado como fruta en fresco (limones, fruta fina), vino y aceite de oliva.

Si se considera la cantidad neta de mercados de destino ganados entre 2003 y 2010 -y no el monto- en todas las regiones son los productos primarios los que más se han diversificado, con la excepción del Centro, donde el mayor número de mercados aparecen ganados por productos MOI ex maquinaria.

**CUADRO 3 CENTRO Y BUENOS AIRES
CRECIMIENTO NETO DEL NÚMERO DE MERCADOS DE DESTINO – APORTE DE LOS MERCADOS GANADOS
AL CONJUNTO DE PRODUCTOS**

Conjunto de Productos	Mercados Ganados	Mercados Perdidos	Crecimiento Neto	Expo a Nuevos Mercados Crecimiento Total del Conjunto	Aumento Exportaciones por Mercados Ganados (mill. de U\$S)
Primarios+ MOA	1.853	994	859	12%	1.771
Combustibles	96	53	43	121%	460
MOI exc. BK					
y automotores	4.094	2.530	1.564	30%	1.442
BK y Automotores	2.069	819	1.250	7%	525
Otros	39	1	38	108%	4
Total	8.151	4.397	3.754	15%	4.203

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

Centro y Buenos Aires

En el período 2003-2010, la región incrementó sus exportaciones 133%, llegando a los 48 mil millones de dólares. Como ya se ha mostrado en el Gráfico 1, gran parte de tal crecimiento se debió a la profundización de relaciones comerciales existentes en 2003. Si hubiera sido por la conquista neta de mercados, la región sólo habría incrementado sus ventas externas en 12%. No obstante, debe destacarse que en todos los rubros productivos relevantes hubo diversificación de destinos (Tabla 3).

Si nos centramos en los nuevos mercados de destino, tres cuartas partes de los mismos fueron conquistados por las MOI, sean estas maquinarias o no. En términos de monto, este conjunto de productos explica casi la mitad de las exportaciones a nuevos mercados, mientras que los Primarios+MOA superan levemente el 40%.

En particular, se destaca el conjunto de MOI sin bienes de capital ni automotores; con fuerte presencia de productos químicos –incluyendo medicamentos y productos de higiene y tocador y los tubos sin costura, que avanzaron de la mano del aumento del precio del petróleo.

Por su parte, los bienes de capital y de transporte obtuvieron un crecimiento entre pun-

tas del 379%, aunque sólo 29 puntos de este aumento puede ser atribuido a nuevos mercados. En valor, se trata de un incremento de casi 2 mil millones de dólares en productos provenientes de la región Centro, de alto valor agregado, dirigido a nuevas plazas. Dentro de los mercados ganados, la exportación de preparados químicos a Holanda resultó ser la de mayor magnitud (430 millones de dólares).

Región Patagonia

Las ventas externas de la Patagonia aumentaron 57% entre puntas, que principalmente se distribuyen en participaciones similares entre los conjuntos de MOA+Primarios, MOI sin bienes de capital ni automotriz y Combustibles. No obstante, se destaca un fuerte aumento porcentual de las exportaciones de bienes de capital y autopartes⁷ que crecieron a un ritmo anual del 13,6%, fuertemente apoyados en la penetración en nuevos destinos. En este conjunto se destacan componentes para perforadoras, aparatos de audio para automotores, receptores de TV y máquinas para carga y descarga. Con excepción de los receptores, el resto creció avanzando sobre mercados no vecinos.

Algo similar ocurrió con el resto de las MOI, aunque aquí la conquista de nuevos mercados de destino aparece muy concentrado en las

⁷ En Patagonia no se fabrican automotores.

CUADRO 4 PATAGONIA
CRECIMIENTO NETO DEL NÚMERO DE MERCADOS DE DESTINO - APOORTE DE LOS MERCADOS GANADOS
AL CONJUNTO DE PRODUCTOS

Conjunto de Productos	Mercados Ganados	Mercados Perdidos	Crecimiento Neto	Expo a Nuevos Mercados Crecimiento Total del Conjunto	Aumento Exportaciones por Mercados Ganados (mill. de U\$S)
Primarios+MOA	523	280	243	52%	353
Combustibles	75	14	61	137%	962
MOI exc. BK y automotores	166	63	103	54%	349
BK y Automotores	81	27	54	74%	30
Otros	6	2	4	136%	349
Total	851	386	465	88%	2.043

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

exportaciones de plata -que redondearon los 220 millones de dólares en 2010, con escaso grado de industrialización. Con montos mucho más bajos aparecen los aparatos de ajuste y control automático, productos de aluminio y

Medidas en valor, las exportaciones de Combustibles fueron las más importantes en los nuevos destinos -con unos 960 millones de dólares-; aunque este rubro también es el que más sufrió la pérdida de mercados desde 2003, restando 280 millones de dólares a las exportaciones patagónicas. No obstante, dentro de los mercados ganados, la exportación de petróleo crudo a China resultó ser la de mayor magnitud (660 millones de US\$).

Región Noroeste Argentino (NOA)

Los nuevos mercados contribuyeron con 55 puntos a la variación del 172% en las exportaciones del NOA, aunque los destinos perdidos restaron 17 puntos. El avance se concentró principalmente, en términos de productos y destinos, en los Primarios+MOA aportando 673 millones de dólares, tres cuartas partes de las exportaciones a nuevos mercados. Estos bienes también fueron los que experimentaron mayores pérdidas de mercados activos comparando 2010 con 2003.

Las manufacturas de origen industrial excepto maquinarias participaron con el 11% de los

CUADRO 5 NOROESTE ARGENTINO
CRECIMIENTO NETO DEL NÚMERO DE MERCADOS DE DESTINO - APOORTE DE LOS MERCADOS GANADOS
AL CONJUNTO DE PRODUCTOS

Conjunto de Productos	Mercados Ganados	Mercados Perdidos	Crecimiento Neto	Expo a Nuevos Mercados Crecimiento Total del Conjunto	Aumento Exportaciones por Mercados Ganados (mill. de U\$S)
Primarios+MOA	502	214	288	27%	673
Combustibles	6	2	4	-40%	14
MOI exc. BK y automotores	155	105	50	39%	97
BK y Automotores	44	20	24	91%	54
Otros	5	1	4	151%	55
Total	712	342	370	32%	893

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

mercados ganados, equivalente a 97 millones de US\$. El notable incremento general en las ventas de estos bienes (184%) se debió, en su mayoría, a la incorporación de destinos y productos no registrados en 2003. Esta mayor penetración muestra una saludable desconcentración sectorial, con presencia de textiles, químicos de diverso origen (aceites esenciales, cloruros, etc.), calzados, cuero, plata y materiales de construcción, entre otros. Los destinos son muy diversos, aunque los productos más elaborados se dirigen en general a países próximos como Brasil y Bolivia.

Los bienes de capital y automotores incrementaron sus exportaciones totales en 85%, de los cuales el crecimiento atribuible a diversificación en las ventas representó 77 puntos, equivalentes a 53,5 millones de dólares, aunque se perdieron mercados de destino por casi 12 millones. Este crecimiento (sea considerando el bruto o el neto) está fuertemente concentrado en ejes de transmisión producidos en una sola planta en Tucumán.

Dentro de los mercados ganados, la exportación de minerales de cobre a Filipinas resultó ser la de mayor magnitud (130 millones de US\$).

Región Noreste Argentino (NEA)

El NEA muestra un perfil exportador fuertemente primarizado, con casi el 85% de exportaciones del conjunto Primarios+MOA.

Durante el período analizado, las ventas externas de la región crecieron lentamente en relación al resto, con una tasa entre puntas del 77%. En ese marco, se ha dicho ya que la ganancia neta de mercados de destino realizó una contribución relativamente pequeña, debido a que los 36 puntos porcentuales de crecimiento aportado por los nuevos mercados se vieron merendados por 25 puntos correspondientes a mercados perdidos. Se observa, en varios rubros, una débil capacidad de sostenimiento de los mercados externos.

No obstante, todos los conjuntos de bienes -excepto combustibles- aumentaron sus exportaciones. Los Productos Primarios debieron su trayectoria positiva (aumentando 80%) fundamentalmente a mercados preexistentes. Las manufacturas de origen industrial excepto maquinarias y vehículos crecieron a un ritmo apenas inferior, con mayor incidencia sobre los nuevos mercados de destino, aunque con los ya señalados problemas de persistencia.

El complejo más dinámico en materia de nuevos mercados es el maderero, que avanza fundamentalmente sobre países próximos (Brasil, Perú, Colombia). Alguna presencia aparece también del sector cueros -en una región con alta incidencia de la ganadería, avanzando sobre destinos orientados a la producción de bienes finales de esta materia como Italia e Indonesia.

**CUADRO 6 NOROESTE ARGENTINO (NEA)
CRECIMIENTO NETO DEL NÚMERO DE MERCADOS DE DESTINO - APORTE DE LOS MERCADOS GANADOS
AL CONJUNTO DE PRODUCTOS**

Conjunto de Productos	Mercados Ganados	Mercados Perdidos	Crecimiento Neto	Expo a Nuevos Mercados Crecimiento Total del Conjunto	Aumento Exportaciones por Mercados Ganados (mill. de US\$)
Primarios+MOA	332	208	124	35%	142
Combustibles	2	5	-3	-133%	4
MOI exc. BK					
y automotores	130	108	22	109%	75
BK y Automotores	16	4	12	103%	2
Otros	3	0	3	100%	1
Total	483	325	158	47%	224

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

**CUADRO 7 NUEVO CUYO
CRECIMIENTO NETO DEL NÚMERO DE MERCADOS DE DESTINO - APOORTE DE LOS MERCADOS GANADOS
AL CONJUNTO DE PRODUCTOS**

Conjunto de Productos	Mercados Ganados	Mercados Perdidos	Crecimiento Neto	Expo a Nuevos Mercados Crecimiento Total del Conjunto	Aumento Exportaciones por Mercados Ganados (mill. de U\$S)
Primarios+MOA	667	324	343	20%	245
Combustibles	9	35	-26	-8%	20
MOI exc. BK y automotores	542	391	151	42%	153
BK y Automotores	246	125	121	54%	109
Otros	14	0	14	100%	1.605
Total	1.478	875	603	68%	2.132

Fuente: Elaboración propia en base a datos INDEC.

Región Nuevo Cuyo

La región de Nuevo Cuyo triplicó sus exportaciones como resultado de haber duplicado las ventas en aquellos mercados de destino existentes en 2003, de la incorporación de nuevos mercados que aportaron 145 puntos (2.134 millones US\$) al incremento de las ventas totales y de pérdidas de mercados que restaron algo más de una tercera parte del monto exportado en aquel año.

Como ya se ha señalado en la parte general de este informe, gran parte del crecimiento por mercados ganados se debió a la irrupción del oro como exportación de la región. Este producto concentró el 75% de la innovación de mercados (1.605 millones de dólares), mientras que el resto se distribuyó de manera más uniforme entre las demás categorías. Los primarios+MOA por un lado, y las dos categorías MOI por el otro aportaron aproximadamente 12% de las exportaciones a nuevos mercados de destino.

Entre los bienes agrícolas y agroindustriales se destacan productos de bajo valor agregado, como alimentos para animales (no incluye pellets de oleaginosas), maíz y soja. Los productos más elaborados aparecen entre aquellos que han incrementado su penetración sobre mercados existentes en 2003. Es el caso del vino, legumbres preparadas, fruta y verdura en

fresco, etc. El panorama de las MOI en cuanto a nuevos mercados de destino es contrapuesto al de Primarios y MOA, destacándose productos diferenciados como algunos metalme-cánicos y químicos.

El conjunto con pérdidas más relevantes debido a abandono de mercados es el de Combustibles. En efecto, las exportaciones de ese rubro disminuyeron sus ventas un 67%. Dentro de los mercados ganados, la exportación de oro a Canadá resultó ser la de mayor magnitud (1.008 millones de US\$).

4. Conclusiones

La metodología de este trabajo permite analizar la diversificación regional de las exportaciones durante el período de expansión exportadora 2003-2010, con énfasis en la dinámica ganancia/pérdida sobre nuevos mercados de destino.

Si bien hay crecimiento en las exportaciones de todas las regiones, se observa una importante heterogeneidad entre las mismas. Tal heterogeneidad remite tanto al perfil sectorial que motorizó la expansión en cada región, como al éxito alcanzado para diversificar los mercados de destino, tal como se han definido en la presente nota.

Dentro de esa heterogeneidad, aparece un elemento común: en la mayoría de las regio-

nes, los mercados ganados netos tuvieron una presencia importante de productos vinculados a la explotación de recursos naturales, lo que coincide con las respectivas estructuras productivas. Desde dos aparatos productivos y niveles de desarrollo muy diferentes, la región Centro y el NEA mostraron un buen desempeño diversificando sus exportaciones en productos diferenciados, en tanto se trata de manufacturas de origen industrial. No obstante, el noreste muestra un enclave dinámico en el sector maderero, mientras que el Centro –con un peso económico muchísimo mayor muestra un entramado exportador más disgregado.

Patagonia y Nuevo Cuyo incrementaron sus exportaciones a partir del establecimiento de nuevas relaciones comerciales diversificando destinos geográficos, pero manteniendo una

fuerte incidencia de sus productos tradicionales de exportación: petróleo en el caso de Patagonia y oro en la región de Nuevo Cuyo. Un perfil similar al de Nuevo Cuyo aparece en el Noroeste, con una muy alta dependencia de la minería.

El presente estudio muestra también la importancia de los nuevos mercados para el desarrollo exportador de sectores productivos –en muchos casos dedicados a bienes diferenciados, con valor agregado que sin un gran impacto sobre los valores agregados del balance comercial, juegan un rol económico social trascendente en el ámbito regional en el que se ubican. Es el caso, por ejemplo, de las frutas y sus derivados (como vino o conservas) en casi todas las regiones, los avícolas en la región Centro, las hortalizas del NOA o el complejo forestal en el NEA.

Anexo 1

Indicador Sintético de la Actividad Regional (ISAR)

1. Introducción

El ISAR es un indicador de la actividad económica regional a precios constantes, con frecuencia trimestral, elaborado para cada una de las cinco regiones argentinas con las que trabaja habitualmente la Dirección Nacional de Programación Económica Regional: Centro y Buenos Aires; Noreste (NEA); Noroeste (NOA); Nuevo Cuyo y Patagonia.

En su elaboración se utilizan datos de producción (específicos de cada región) así como de otras dimensiones económicas que reflejan la evolución de la actividad, como indicadores de demanda (ventas, consumo de servicios públicos), el empleo, los ingresos fiscales y las exportaciones. Los resultados finales se obtienen mediante un modelo econométrico en el que las variables mencionadas se utilizan como explicativas¹ y el Producto Bruto Geográfico (PBG) de cada región es la variable explicada.

En la sección 2 se presentan las fuentes de información y la metodología de estimación utilizada para la elaboración de la serie trimestral del nivel de actividad regional. En este sentido se describen los principales problemas de información y las soluciones propuestas para corregir tales deficiencias. En la sección 3 se presenta la metodología estadística en la elaboración del indicador de actividad.

2. Fuentes de Información

Se dispone de las series anuales de PBG (Centro y Buenos Aires: 2001-2006; NEA: 2001-2007; NOA: 2001-2006; Nuevo Cuyo: 2001-2007; Patagonia: 2001-2004). A partir de ellas

se realiza el procedimiento de trimestralización usando el Método Denton con la serie trimestral de recaudación por Ingresos Brutos como Indicador. Este procedimiento mantiene los promedios anuales, estimando una evolución trimestral del PBG usando las variaciones cíclicas y estacionales del indicador Ingresos Brutos.

A partir de esa estimación trimestral de la actividad regional se realiza la correlación con los componentes principales resultantes del procedimiento de reducción (ver parte 3). Dicho método se eligió por que permite discriminar el impacto de las diferentes variables explicativas sobre el índice resultante.

Las variables incluidas en la estimación y a utilizarse para estimar trimestralmente el ISAR se detallan en el Anexo.

Metodología de Reducción de Información

El ISAR se elabora mediante el análisis de componentes principales (PCA), que es un procedimiento estadístico utilizado para resumir información (reducción de la dimensionalidad del problema). Los autovectores que resultan de la auto-descomposición de la matriz de correlación de las variables explicativas representan un conjunto de series artificiales (ortogonales) de combinaciones lineales de las variables originales que contienen la variabilidad total.

En adición a la metodología de componentes principales² y reducción de los datos, los auto-vectores resultantes de la auto-descomposición permite inspeccionar y conocer con mayor profundidad la estructura de las varia

¹ En el anexo se enumeran todas las variables.

² La metodología de componentes principales se inicia con trabajos de Pearson (1901) y Hotelling (1933). Para una introducción al procedimiento ver Rabe-Hesketh y Everitt (2007) o Belle, Fisher, Heagerty y Lumley (2004).

bles explicativas consideradas para la elaboración del indicador de actividad regional.

El procedimiento permite reducir la cantidad de variables explicativas y eliminar información redundante a la hora de construir el indicador de actividad regional. Esto significa que todas las variables explicativas de la actividad económica son reemplazadas por un conjunto de series de combinaciones lineales (ortogonales) de las variables originales que contienen la gran mayoría de la información original. La ventaja principal reside en el hecho de eliminar toda la información redundante producto de la alta correlación existente entre las variables explicativas para cada región considerada.

El objetivo principal del procedimiento PCA consiste en elaborar combinaciones lineales de las variables relevantes del problema que tenga variabilidad máxima. El primer componente principal tiene la mayor variabilidad. Asimismo el segundo componente principal tiene la mayor variabilidad entre todas las combinaciones lineales y la misma está incorrelacionada con el primer componente principal. Y así sucesivamente con el resto de los componentes hasta alcanzar la variabilidad total.

En este sentido, el último componente principal comprende la menor variabilidad entre todas las combinaciones lineales de las variables relevantes del problema. Nótese que el

concepto de variabilidad es sinónimo de “información”. Todos los componente principales tomados en conjunto contienen exactamente la misma variabilidad o información que las variables explicativas originales del problema.

No obstante ello, la información más importante y relevante de las variables explicativas del problema para la elaboración del ISAR está particionada entre los componentes principales bajo el siguiente formato: los componentes son ortogonales, los primeros componentes de la auto-descomposición contienen mayor información que los últimos componentes. PCA no es más que una transformación lineal de las variables explicativas del problema.

Finalmente la ventaja del procedimiento de componentes principales es la no asunción de un modelo estadístico subyacente para producir la reducción de la información. Asimismo el procedimiento depende directamente de la escala de las variables (unidad de medida) y, por tanto, los componente principales que resultan de la matriz de correlación son diferentes de los componentes principales que resulta de la matriz de covarianzas.

Las variables explicativas consideradas para la elaboración del ISAR no están expresadas en unidades conmensurables por lo que la auto-descomposición se aplica sobre la matriz de correlación.

ANEXO: Variables Utilizadas

Centro y Buenos Aires

Empleo Registrado del Sector Privado
Distribución de Gas
Distribución Energía Eléctrica
Venta de Combustible - Gas Oil
Venta de Combustible - Nafta
EMI - Edición e Impresión (nacional)
EMI - Sustancias y Productos Químicos (nacional)
Ingresos fiscales provinciales de origen nacional

Faena de carne bovina
Faena de aves
Producción aceite de soja
Producción automotores
Producción de acero crudo (nacional)
Producción de leche (nacional)
Refinación de petróleo
Producción de soja
Depósitos bancarios

NOA

Empleo Registrado Sector Privado
Distribución de Gas
Distribución Energía Eléctrica
Venta de Combustible - Gas Oil
Venta de Combustible - Nafta

Ingresos fiscales provinciales de origen nacional
Producción de algodón
Producción de soja
Elaboración de vino
Producción de azúcar blanco y crudo
Depósitos bancarios

NEA

Empleo registrado sector privado
Distribución energía eléctrica
Venta de Combustible - Gas Oil
Venta de Combustible - Nafta
EMI - Productos textiles (nacional)
Ingresos fiscales provinciales de origen nacional

Faena de carne bovina
Producción de Algodón
Producción de Soja
Depósitos bancarios

Nuevo Cuyo

Empleo registrado sector privado
Distribución energía eléctrica
Venta de Combustible - Gas Oil
Venta de Combustible - Nafta
EMI - Productos textiles (nacional)
Ingresos fiscales provinciales de origen nacional

Faena de carne bovina
Producción de Algodón
Producción de Soja
Depósitos bancarios

Patagonia

Empleo Registrado en el Sector Privado (SI-JIP)
Distribución de Gas Natural (M3)
Distribución de Electricidad (GWh)
Venta de Combustible - Gas Oil
Venta de Combustible - Nafta
Ingresos fiscales provinciales de origen nacional

Producción de Petróleo Crudo
Refinación de Petróleo
Producción de peras y manzanas (tns)
Depósitos bancarios en moneda constante
Indicador de Pesca
Producción de Aluminio (nacional)

CENTRO Y BUENOS AIRES:

Buenos Aires - Ciudad de Buenos Aires - Córdoba - Entre Ríos - Santa Fé

Indice Sintético de Actividad ('04=100) /1	127	136	129	131	142	141	139	
Producción automotores miles de unidades	513	712	124	182	206	199	159	
Producción acero crudo miles de tns /4	4.013	5.138	1.161	1.287	1.362	1.329	1.273	
Producción aceite de soja miles de tns	5.771	6.831	908	2.072	2.064	1.787	1.355	
Leche cruda recibida en industria millones de lts	10.167	10.310	2.184	2.315	2.808	3.004	2.543	
Indice Sintético de Actividad ('04=100) /1	-2,5	6,6	4,2	6,4	8,6	7,0	8,3	
Producción automotores, unidades	-14,1	38,8	73,9	46,2	37,6	19,4	28,2	
Producción Acero crudo, tns	-27,6	28,0	45,2	49,8	21,8	7,4	9,6	
Producción aceite de soja, tns	-4,1	18,4	-26,4	12,0	48,2	38,4	49,3	
Leche cruda recibida en industria, lts	-0,5	1,4	-11,4	-0,9	9,8	6,9	16,4	
Tasa de empleo Promedio Región en % /3	43,6	43,7	43,5	43,6	43,8	43,7	43,6	
Tasa de empleo CABA y GBA en %	44,5	44,5	44,3	44,6	44,6	44,4	44,0	
Tasa de empleo Resto de la región en % /3	41,4	41,8	41,6	41,4	42,0	42,1	42,6	
Puestos de trabajo registrado sector privado	4.369.437	4.486.531	4.439.007	4.447.277	4.481.902	4.577.943	4.618.456	
Remuneración neta, en \$	2.917	3.661	3.163	3.721	3.466	4.274	4.143	
Puestos de trabajo registrado sector privado	-1,7	2,7	0,8	2,6	3,5	3,8	4,0	
Remuneración neta, en \$	19,8	25,5	20,7	23,3	26,2	30,2	31,0	
Promedio región, en % /3	12,5	10,3	11,3	9,3	3,7	2,8	3,1	2,5
CABA y GBA, en %	12,5	10,2	11,2	9,1	3,3	2,4	2,5	2,2
Resto de la región, en %	12,4	10,5	11,3	9,7	4,5	3,7	4,3	3,0
Recursos de Origen Nacional\$ millones	33.371	44.564	9.382	12.037	11.237	11.908	12.667	
Recaudación Tributaria Propia\$ millones	41.908	54.357	12.324	12.601	14.463	14.969	16.684	
Ingresos Brutos\$ millones	30.590	39.877	8.565	9.472	10.637	11.203	11.749	
Exportaciones acumuladasUS\$ millones	39.855	47.958	8.716	22.439	36.051	47.958	11.614	
Var anual, en %	-23,1	20,3	3,9	13,8	21,5	20,3	33,3	
Consumo Cemento Portland - tns	5.929.070	6.547.768	1.462.885	1.554.250	1.696.438	1.834.195	1.655.207	
Patentamiento de Autos - unidades	360.985	458.414	123.248	107.395	124.222	103.549	155.108	
Consumo Cemento Portland - tns	-6,2	10,4	5,4	4,1	9,7	22,1	13,1	
Patentamiento de Autos - unidades	-12,4	27,0	18,9	18,9	31,4	42,9	25,9	

/1: Ver anexo metodológico. Datos provisorios.

/2: % de personas en hogares por debajo de la línea de pobreza o indigencia en el conjunto de aglomerados EPH de la región. Estimación propia en base a datos de EPH Indec. Datos semestrales.

/3: % de ocupados sobre la población, en el conjunto de aglomerados EPH de la región. Estimación propia en base a datos de EPH Indec.

/4: Total nacional

NORESTE ARGENTINO (NEA):

Chaco, Corrientes, Formosa y Misiones

Indice Sintético de Actividad ('04=100) /1	132	139	133	138	143	143	144
Algodón, miles de tns	245	446	-	-	-	-	-
Arroz, miles de tns	589	480	-	-	-	-	-
Forestal - Pasta, miles de tns	426	-	-	-	-	-	-
Yerba mate, miles de tns	246	250	-	-	-	-	-

Indice Sintético de Actividad ('04=100) /1	0,2	5,5	5,4	7,1	6,6	3,0	8,3
Algodón, miles de tns	-17,5	82,0	-	-	-	-	-
Arroz, miles de tns	-1,2	81,5	-	-	-	-	-
Forestal - Pasta, miles de tns	24,2	-	-	-	-	-	-
Yerba mate, kilos	5,7	1,6	-	-	-	-	-

Tasa de empleo, en % /3	34,7	34,6	34,2	34,9	35,0	34,3	35,5
Puestos de trabajo registrado sector privado	236.281	240.378	233.754	239.839	242.983	244.935	248.124
Remuneración neta, en \$	1.994	2.571	2.136	2.564	2.467	3.097	2.901

Puestos de trabajo registrado sector privado	2,7	1,7	1,0	0,7	1,2	4,0	6,1
Remuneración neta, en \$	53,2	28,9	21,7	24,2	32,9	34,6	35,8

Promedio región, en % /3	24,5	20,2	21,8	18,5	6,5	5,0	6,4	3,7
--------------------------	------	------	------	------	-----	-----	-----	-----

Recursos de Origen Nacional \$ millones	11.756	15.843	3.068	4.421	4.054	4.300	4.264
Recaudación Tributaria Propia \$ millones /4	1.401	1.876	382	455	496	543	284
Ingresos Brutos \$ millones /4	1.126	1.496	298	364	397	437	213

Exportaciones acumuladas US\$ millones	833	1.092	192	471	791	1.092	228
Var anual, en %	-24,5	31,2	23,5	25,1	27,5	31,2	18,5

INDICADORES DE DEMANDA

Consumo Cemento Portland - tns	632.895	727.982	163.752	156.005	199.858	208.367	205.685
Patentamiento de Autos - unidades	27.435	35.692	10.893	8.112	9.522	7.165	14.640

Consumo Cemento Portland - tns	0,2	15,0	15,3	5,1	11,5	27,8	25,6
Patentamiento de Autos - unidades	-11,2	30,1	12,9	20,7	36,2	75,9	34,4

/1: Ver anexo metodológico. Datos provisorios.

/2: % de personas en hogares por debajo de la línea de pobreza o indigencia en el conjunto de aglomerados EPH de la región. Estimación propia en base a datos de EPH Indec. Datos semestrales.

/3: % de ocupados sobre la población, en el conjunto de aglomerados EPH de la región. Estimación propia en base a datos de EPH Indec.

/4: No hay datos disponibles de Corrientes. En 2011 I no hay datos disponibles de Corrientes ni Misiones.

NOROESTE ARGENTINO (NOA):**Catamarca - Jujuy - Salta - Santiago del Estero - Tucumán**

Indice Sintético de Actividad ('04=100) /1 /2	130	143	127	144	153	149	147
Algodón, miles de tns	106	181	-	-	-	-	-
Azúcar, miles de TMVC	2.250	2.027	-	-	-	-	-
Cobre, tns	143	140	-	-	-	-	-
Poroto Seco, tns	313	338	-	-	-	-	-

Indice Sintético de Actividad ('04=100) /1	-1,9	10,0	5,4	11,3	11,9	10,8	16,3
Algodón, miles de tns	-37,6	70,8	-	-	-	-	-
Azúcar, miles de TMVC	-7,7	-9,9	-	-	-	-	-
Cobre, tns	-8,9	-2,1	-	-	-	-	-
Poroto Seco, tns	-6,8	8,0	-	-	-	-	-

Tasa de empleo, en % /3	38,5	39,1	38,5	39,5	39,1	39,2	39,1
Puestos de trabajo registrado sector privado	356.520	363.704	348.125	365.600	371.639	369.454	364.566
Remuneración neta, en \$	2.017	2.592	2.173	2.620	2.499	3.053	2.861

Puestos de trabajo registrado sector privado	0,1	2,0	2,1	2,3	1,7	1,9	4,7
Remuneración neta, en \$	19,3	28,5	22,6	26,0	30,1	33,8	31,7

Promedio región, en % /3	18,9	13,3	14,7	11,9	4,4	2,3	2,4	2,1
--------------------------	------	------	------	------	-----	-----	-----	-----

Recursos de Origen Nacional, \$ millones	13.648	18.375	3.562	5.121	4.704	4.987	4.938
Recaudación Tributaria Propia, \$ millones	42.354	3.047	634	695	815	903	891
Ingresos Brutos, \$ millones /4	1.109	1.511	309	347	416	439	435

Exportaciones acumuladas US\$ millones	3.466	4.455	756	1.852	3.036	4.455	805
Var anual, en %	-14,9	28,5	19,9	23,3	19,1	28,5	6,5

Consumo Cemento Portland - tns	1.024.772	1.064.570	229.388	250.986	292.326	291.870	238.816
Patentamiento de Autos - unidades	32.370	42.926	12.674	10.202	11.521	8.529	17.039
Variaciones anuales, en %							
Consumo Cemento Portland - tns	0,9	3,9	2,2	2,4	0,1	10,8	4,1
Patentamiento de Autos - unidades	-27,4	32,6	19,5	32,6	37,3	50,3	34,4

/1: Ver anexo metodológico. Datos provisionarios.

/2: % de personas en hogares por debajo de la línea de pobreza o Indigencia en el conjunto de aglomerados EPH de la región. Estimación propia en base a datos de EPH Indec. Datos semestrales.

/3: % de ocupados sobre la población, en el conjunto de aglomerados EPH de la región. Estimación propia en base a datos de EPH Indec.

/4: No hay datos disponibles de Jujuy y Santiago del Estero.

NUEVO CUYO:

La Rioja - Mendoza - San Juan - San Luis

Índice Sintético de Actividad ('04=100) /1	129	133	124	128	136	143	134	
Oro - Extracción, kilos	23.467	39.108	-	-	-	-	-	
Químicas básicas, EMI índice base 2004 = 100	111	109	116	110	90	118	117	
Vino - Elaboración, miles de hectolitros	11.747	15.847	-	-	-	-	-	
Índice Sintético de Actividad ('04=100) /1	0,6	3,0	-0,2	4,5	4,9	2,9	8,5	
Oro - Extracción, kilos	26,7	66,7	-	-	-	-	-	
Químicas básicas, EMI índice base 2004 = 100	9,5	-2,0	5,3	-0,9	-12,8	-0,5	0,6	
Vino - Elaboración, miles de hectolitros	-17,9	34,9	-	-	-	-	-	
Tasa de empleo, en % /3	39,7	39,5	40,3	39,6	39,0	39,1	39,3	
Puestos de trabajo registrado sector privado	340.764	351.962	358.228	352.777	342.783	354.058	375.481	
Remuneración neta, en \$	2.294	2.896	2.407	2.969	2.797	3.413	3.164	
Puestos de trabajo registrado sector privado	-2,1	3,3	1,2	3,8	3,3	4,9	4,8	
Remuneración neta, en \$	18,4	26,2	20,8	25,3	27,5	29,7	31,4	
Promedio región, en % /3	12,5	10,3	11,3	9,3	3,7	2,8	3,1	2,5
Recursos de Origen Nacional \$ millones	8.791	11.819	2.297	3.281	3.030	3.212	3.185	
Recaudación Tributaria Propia \$ millones /4	2.647	3.436	786	818	900	932	982	
Ingresos Brutos, \$ millones /4	1.782	2.319	502	555	603	659	638	
Exportaciones acumuladas US\$ millones	3.361	4.613	1.131	2.254	3.425	4.613	1.160	
Var anual, en %	0,9	37,3	54,0	47,3	47,9	37,3	2,6	
Consumo Cemento Portland - tns	847.627	985.210	226.583	238.296	260.346	259.985	243.503	
Patentamiento de Autos - unidades	29.770	39.002	11.270	9.350	10.886	7.496	14.182	
Variaciones anuales, en %								
Consumo Cemento Portland - tns	-3,0	16,2	14,5	15,7	18,1	16,4	7,5	
Patentamiento de Autos - unidades	-8,9	31,0	24,4	27,1	35,9	40,3	25,8	

/1: Ver anexo metodológico. Datos provisorios.

/2: % de personas en hogares por debajo de la línea de pobreza o indigencia en el conjunto de aglomerados EPH de la región.

Estimación propia en base a datos de EPH Indec. Datos semestrales.

/3: % de ocupados sobre la población, en el conjunto de aglomerados EPH de la región. Estimación propia en base a datos de EPH Indec.

/4: No hay datos disponibles de La Rioja

PATAGONIA:

Chubut - La Pampa - Neuquén - Río Negro - Santa Cruz - Tierra del Fuego.

Índice Sintético de Actividad ('04=100) /1	113	111	109	114	114	109	115
Aluminio - EMI							
Índice base 2004 = 100	152	153	149	151	155	158	156
Merluza - Captura, tns	90.422	85.990	-	-	-	-	-
Manzana - Egreso, tns	802.341	622.387	-	-	-	-	-
Petróleo - Refinación miles de m3	1.408	1.311	337	334	311	329	341

Índice Sintético de Actividad ('04=100) /1	1,9	-1,1	-1,8	-1,1	-0,8	-0,9	5,5
Aluminio - EMI							
Índice base 2004 = 100	4,8	0,9	-0,1	0,2	0,8	2,6	-1,1
Merluza - Captura, tns	-8,1	-4,9	-	-	-	-	-
Manzana - Egreso, tns	6,9	-22,4	-	-	-	-	-
Petróleo - Refinación miles de m3	2,9	-6,9	0,4	-11,7	-3,0	-11,8	3,7

Tasa de empleo, en % /3	42,0	41,6	41,0	41,6	41,8	41,9	41,9
Puestos de trabajo registrado sector privado	393.359	399.462	412.129	391.884	391.301	402.532	431.088
Remuneración neta, en \$	3.977	5.140	4.186	5.250	5.071	6.079	5.607
Variaciones anuales, en %							
Puestos de trabajo registrado sector privado	-3,3	1,6	-1,7	1,3	3,0	3,9	4,6
Remuneración neta, en \$	21,0	29,2	23,9	29,4	28,8	32,6	33,9

Promedio región, en % /3	7,8	6,9	8,0	5,9	2,8	3,0	3,5	2,4
--------------------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Recursos de Origen Nacional \$ millones	8.103	10.834	2.107	2.999	2.784	2.945	2.920
Recaudación Tributaria Propia \$ millones /4	2.031	2.888	597	714	773	804	611
Ingresos Brutos, \$ millones /4	1.599	2.209	462	544	591	613	497

Exportaciones acumuladas US\$ millones	5.699	6.423	1.499	3.066	4.583	6.423	1.580
Var anual, en %	4,0	12,7	19,1	3,1	7,3	12,7	5,5

Consumo Cemento Portland - tns	816.995	866.573	224.726	193.819	199.070	248.958	239.460
Patentamiento de Autos - unidades	46.294	57.217	16.072	12.742	15.452	12.951	20.392
Variaciones anuales, en %							
Consumo Cemento Portland - tns	-9,5	6,1	2,8	0,4	7,7	12,9	6,6
Patentamiento de Autos - unidades	-20,6	23,6	7,6	16,9	31,7	48,6	26,9

/1: Ver anexo metodológico. Datos provisionales.

/2: % de personas en hogares por debajo de la línea de pobreza o indigencia en el conjunto de aglomerados EPH de la región.

Estimación propia en base a datos de EPH Indec. Datos semestrales.

/3: % de ocupados sobre la población, en el conjunto de aglomerados EPH de la región. Estimación propia en base a datos de EPH Indec.

/4: No hay datos disponibles de Chubut, La Pampa y Santa Cruz. En 2011 tampoco hay datos de Río Negro.

Glosario de abreviaturas y siglas

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos.

ANSeS: Administración Nacional de la Seguridad Social.

AT: Adelantos Transitorios.

BADLAR: Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate.

BCB: Banco Central de Brasil.

BCE: Banco Central Europeo.

BCRA: Banco Central de la República Argentina.

BID: Banco Interamericano de Desarrollo.

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

BODEN: Bonos del Estado Nacional.

BONAR: Bono de la Nación Argentina en pesos.

BONAR ARG \$ V: Bono de la Nación Argentina en pesos. Vencimiento 2012.

BONAR V: Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2011.

BONAR VII: Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2013.

BONAR X: Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2017.

BOJ: Banco de Japón.

Bovespa: Bolsa de Valores del Estado de San Pablo.

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

CBA Canasta Básica Alimentaria.

CBT: Canasta Básica Total.

CGI: Cuenta de Generación del Ingreso.

CIARA: Cámara de la Industria Aceitera de la República Argentina.

CDS: Credit Default Swaps (Instrumento de Cobertura de Riesgo Crediticio).

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia.

CFI: Coparticipación Federal de Impuestos.

Com. Ext.: Comercio Exterior.

CPI Consumer-Price Index (Índice de Precios al Consumidor EE.UU.).

CyE: Combustibles y energía.

DE: Derechos de Exportación.

DGI: Dirección General Impositiva.

DGA: Dirección General de Aduanas.

DLI: Demanda Laboral Insatisfecha.

EE.UU.: Estados Unidos.

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales.

EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica.

EMBI: Emerging Markets Bond Index.

EMI: Estimador Mensual Industrial.

ENGH: Encuesta Nacional de Gastos de los Hogares.

EPH: Encuesta Permanente de Hogares.

FCI: Fondos Comunes de Inversión.

FED: Reserva Federal de EE.UU.

Fed Funds: Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de EE.UU.

FF: Fideicomisos Financieros.

FOB: Free on Board (Libre a bordo).

GBA: Gran Buenos Aires.

ha: Hectárea.

HICP: Índice Armonizado de precios de la Eurozona.

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija.

ICC: Índice del Costo de la Construcción.

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

IED: Inversión Extranjera Directa.

IHT: Índice de Horas Trabajadas.

IILS: Instituto Internacional de Estudios del Trabajo.

IOO: Índice de Obreros Ocupados.

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

IPC: Índice de Precios al Consumidor.

IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil).

IPI: Índice de Precios Implícitos del PIB.

IPIB: Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor.

IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor.

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas.

IRD: Inversión Real Directa.

IS: Índice de Salarios.

ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción.

ISO: Índice de Salario por Obrero en la Industria Manufacturera.

ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos.

ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral.

IVA: Impuesto al Valor Agregado.

IVF: Índice de Volumen Físico.

LATAM: Latinoamérica.

LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)

LI: Línea de Indigencia.

LP: Línea de Pobreza.

M2: Billetes y monedas más cuasimonedas en circulación más cuentas corrientes en pesos y cajas de ahorro en pesos.

M2 privado: Billetes y monedas más cuasimonedas en circulación más cuentas corrientes en pesos y cajas de ahorro en pesos del sector privado.

M3: Billetes y monedas más cuasimonedas más depósitos totales en pesos.

M3*: Billetes y monedas más cuasimonedas más depósitos totales en pesos y dólares.

MBS: Mortgage Backed Securities.

MEM: Mercado Eléctrico Mayorista.

MERCOSUR: Mercado Común del Sur.

Merval: Mercado de Valores de Buenos Aires.

MINAGRI: Ministerio de Agricultura Ganadería y Pesca.

MM3 / día: millón de m³ por día.

MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario.

MOI: Manufacturas de Origen Industrial.

MOPRE: Módulos Previsionales.

MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

MULC: Mercado Único y Libre de Cambios.

n.a.: Nominal Anual.

NAFTA: Tratado de Libre Comercio de América del Norte.

NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina).

OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo.

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

pb.: Puntos Básicos.

p.p.: Puntos Porcentuales.

PEA: Población Económicamente Activa.

PIB: Producto Interno Bruto.

PJyJH: Plan Jefas y Jefes de hogar.

PP: Productos primarios.

Prom.: Promedio.

Prom. móv.: Promedio móvil.

PRONUREE: Programa Nacional de Uso Racional y Eficiente de la Energía.

REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado.

ROA: Return on Asset.

ROFEX: Rosario Futures Exchange (Mercado a término de Rosario).

RTA: Remuneración al Trabajo Asalariado.

SAFJP: Superintendencia de Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones.

Selic: Sistema Especial de Liquidação e de Custodia (tasa de interés de referencia del BCB).

SIJP: Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones.

SIPA: Sistema Integrado Previsional Argentino.

SMI: Sistema Monetario Internacional.

SPNF: Sector Público no Financiero.

SMVM: Salario Mínimo Vital y Móvil.

TCR: Tipo de cambio real.

TI: Términos de Intercambio.

Tn: Tonelada.

TN: Tesoro Nacional.

TNA: Tasa Nominal Anual.

UCI: Utilización de la Capacidad Instalada.

UE: Unión Europea.

US\$: Dólares Americanos.

UVP: Unidades Vinculadas al PIB.

VAB: Valor agregado bruto.

Var.: variación.

WTI: West Texas Intermediate (petróleo de referencia en Argentina).

XN: Exportaciones Netas.
