

Programa Monetario 2012

Banco Central de la República Argentina
Diciembre de 2011



Programa Monetario 2012

La política monetaria tiene un rol que cumplir en la esfera del desarrollo económico y en tal sentido, debe contribuir al equilibrio de las variables macroeconómicas para garantizar una trayectoria de crecimiento sostenible y un adecuado funcionamiento del sistema financiero. La estabilidad monetaria se concibe en un sentido amplio y se inserta en la orientación general de la política económica, tal cual demuestra la experiencia reciente de la Argentina. En el mismo sentido, el contexto internacional de los últimos cuatro años ha tornado evidente la necesidad de extender la articulación de los objetivos convencionales de la política monetaria con otras funciones, tales como la estabilidad financiera, la sostenibilidad del crecimiento y la generación de empleo.

En la Argentina, a partir de la experiencia de las crisis pasadas, la política económica ha puesto énfasis en la sostenibilidad y la consistencia del régimen macroeconómico, evitando que el logro de objetivos específicos de corto plazo se dé a expensas de la fortaleza de otras variables del contexto macroeconómico. En este sentido, ha quedado demostrado que la estabilidad de la moneda no puede obtenerse a costo del endeudamiento excesivo, la recesión, o la fragilidad financiera, ni como resultado de la renuncia a las herramientas básicas de la gestión macroeconómica. Paralelamente, en un mundo globalizado, la interconexión de actores económicos y financieros hace imposible el logro de los objetivos de desarrollo nacionales sin contemplar la inserción internacional de la economía y sus repercusiones.

Tomando en cuenta el contexto internacional y el modelo de crecimiento económico vigente, la política del Banco Central está basada en siete grandes líneas de acción: 1) el control de los agregados monetarios; 2) la profundización del crédito productivo; 3) la flotación administrada del tipo de cambio; 4) la acumulación de reservas internacionales; 5) la macroregulación prudencial de los flujos de capitales financieros; 6) la regulación y supervisión del sistema financiero; y, por último, 7) la universalización del acceso a los servicios financieros.

El Programa Monetario es un ejercicio de consistencia agregada de una serie de proyecciones sobre el desempeño general de la economía, y sobre la evolución de la demanda y la oferta de dinero. En el Programa Monetario, la mayor probabilidad de realización de las proyecciones se encuentra en torno al escenario base. De hecho, en el año en curso y con cifras provisionales de los

agregados monetarios se prevé que las variaciones tanto del M2 como del M2 Privado¹ se encuentren en diciembre de 2011 sólo algo más de 1 p.p. por encima del escenario base proyectado inicialmente.

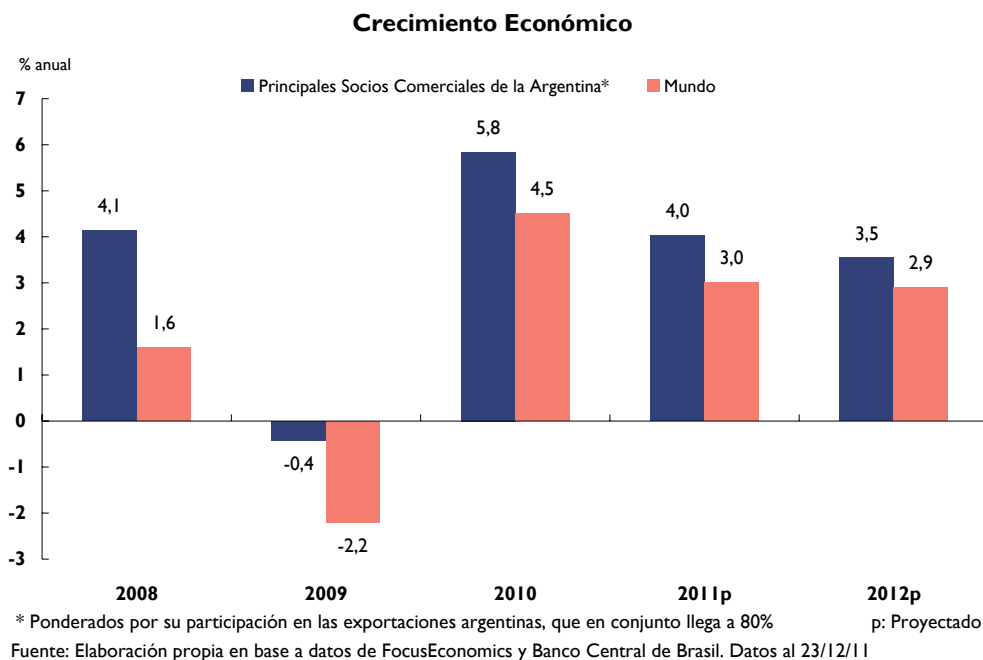
Para la elaboración del Programa Monetario del año 2012, se supone que se mantienen las condiciones estructurales de crecimiento con equilibrio externo y fiscal que han caracterizado a la economía argentina desde 2003. La programación se realizó tomando como escenario base las variables de referencia de política económica incluidas en el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2012 (Ley 26.728, promulgada el 27 de diciembre de 2011, de ahora en más, Presupuesto 2012) y considerando la información estadística conocida con posterioridad a su elaboración.

En las proyecciones del Programa, la mayor fuente de incertidumbre está asociada a la crisis de endeudamiento soberano y el riesgo sobre el sistema financiero en las economías avanzadas, particularmente en la zona del euro. Esta situación ha reforzado las perspectivas de tasas de crecimiento económico reducidas en las naciones desarrolladas. Mientras que Europa podría transitar en 2012 por una fase recesiva, los Estados Unidos y Japón mantendrían tasas de crecimiento positivas pero bajas. Así, la expansión mundial continuaría siendo impulsada básicamente por las regiones emergentes, aunque con cierta moderación en sus tasas de crecimiento económico a partir del menor estímulo proveniente de la demanda externa y de las externalidades negativas generadas por la volatilidad financiera internacional.

Así, si bien se prevé un escenario de desaceleración del crecimiento global especialmente en las economías avanzadas, no se proyecta una disrupción de las condiciones económicas que derive en una situación análoga a la verificada con la profundización de la crisis internacional a fines de 2008. Por el contrario, se espera un moderado crecimiento, tanto de la actividad económica mundial como de los flujos comerciales. Aunque se contempla la posibilidad de que, al igual que en el caso de otros activos, las cotizaciones de las materias primas presenten gran volatilidad, se estima poco probable una caída pronunciada de las mismas respecto de los niveles actuales; esto último vale en particular para el caso de las cotizaciones de los alimentos, dada la persistencia de factores estructurales de demanda que continuarán apuntalando a los precios de estos productos.

¹ El M2 y el M2 privado son las variables utilizadas actualmente como metas del Programa Monetario. El M2 está compuesto por los billetes y monedas en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos en circulación, y los depósitos en cuentas corrientes y en cajas de ahorro, en pesos, del sector público y del sector privado no financiero. El M2 Privado es similar al M2 pero no incluye los depósitos del sector público.

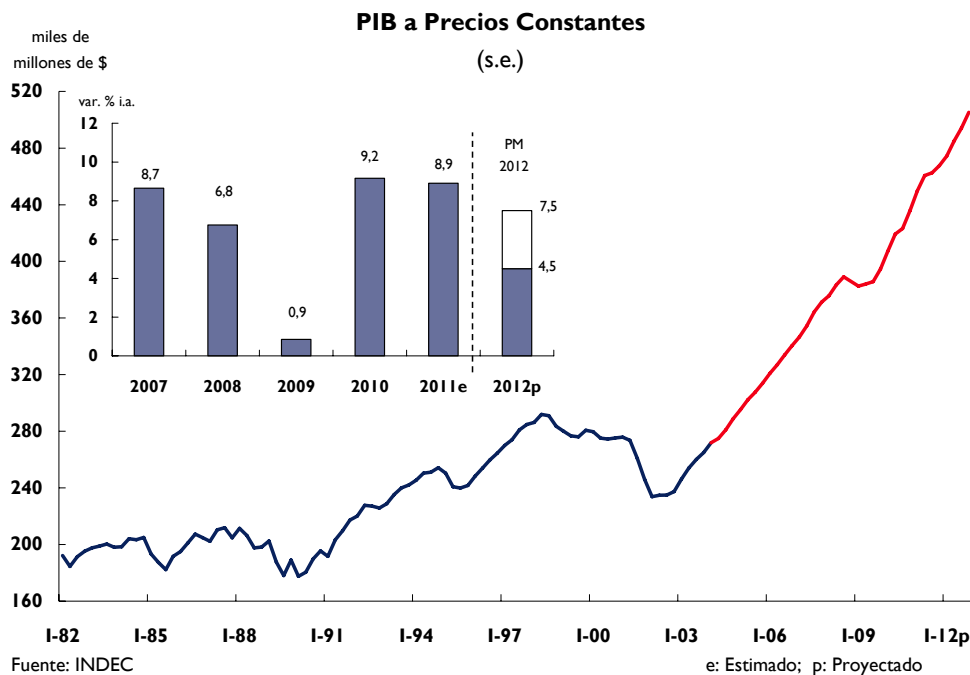
En este marco, los principales socios comerciales de la Argentina continuarían registrando un mayor dinamismo de la actividad económica en relación al promedio mundial. En particular, Brasil mostraría una ligera aceleración en su tasa de crecimiento en 2012 a partir de la mayor demanda interna incentivada por el aumento de la inversión en infraestructura (necesaria para el desarrollo de los eventos deportivos de los próximos años) y por las medidas de estímulo económico aplicadas recientemente por el gobierno como respuesta a la desaceleración del nivel de actividad económica. Por su parte, China seguirá creciendo a un ritmo elevado aunque evidenciando cierta moderación. Así, el crecimiento ponderado por comercio de los socios de la Argentina continuará siendo mayor al crecimiento promedio del mundo esperado para 2012. De materializarse un escenario más adverso al que se ha proyectado como base para el Programa Monetario 2012, se estima que los principales socios de la Argentina disponen—y harán uso de ser necesario—de espacios para la implementación de políticas de estímulo a la actividad económica.



Sobre la base de un contexto internacional como el descripto, el nivel de actividad económica de la Argentina para el año 2012 seguirá traccionado por un mercado interno robusto, sustentado en la continuidad del crecimiento de la masa de los ingresos laborales (por la vía del empleo y del salario), en las políticas de redistribución del ingreso y en la dinámica de la inversión, pública y privada, así como por diversas medidas de política económica (fiscales, comerciales, financieras y de empleo) tendientes a sostener el nivel de

actividad económica. Todo ello tendrá lugar junto con un menor nivel de formación de activos externos netos. También continuará en aumento el financiamiento neto a familias y empresas, principalmente por parte del sistema financiero, dado el bajo nivel de exposición crediticia y morosidad de la economía argentina.

En particular, se espera que el gasto de capital conserve su tendencia creciente permitiendo así que la Tasa de Inversión se ubique en torno al 25% del PIB, superando los niveles de las últimas tres décadas, producto de una mayor reinversión de utilidades. Del lado de la oferta, diversos sectores de la actividad continuarán impulsando la expansión del Producto. Por un lado, continuará destacándose el aporte de la Industria, en un marco de mayor producción local de bienes por sustitución de importaciones y un aprovechamiento de las sinergias intra Mercosur. Por otra parte, se espera una contribución positiva del sector agropecuario, con una cosecha similar a la de la campaña 2010/2011 y un aumento en la producción de carnes. Asimismo se prevé, tal como ocurrió en 2011, un importante dinamismo del sector servicios en general, destacándose la comercialización y el transporte estimulados por la producción de bienes y la expansión del turismo, tanto receptivo como interno.



En este marco, y considerando que el nivel de actividad estimado para el último trimestre del 2011 implica un arrastre estadístico para el año 2012 en

torno a 1,5%, se ha trabajado con escenarios alternativos de crecimiento real del Producto Interno Bruto en un rango entre 4,5% y 7,5%.

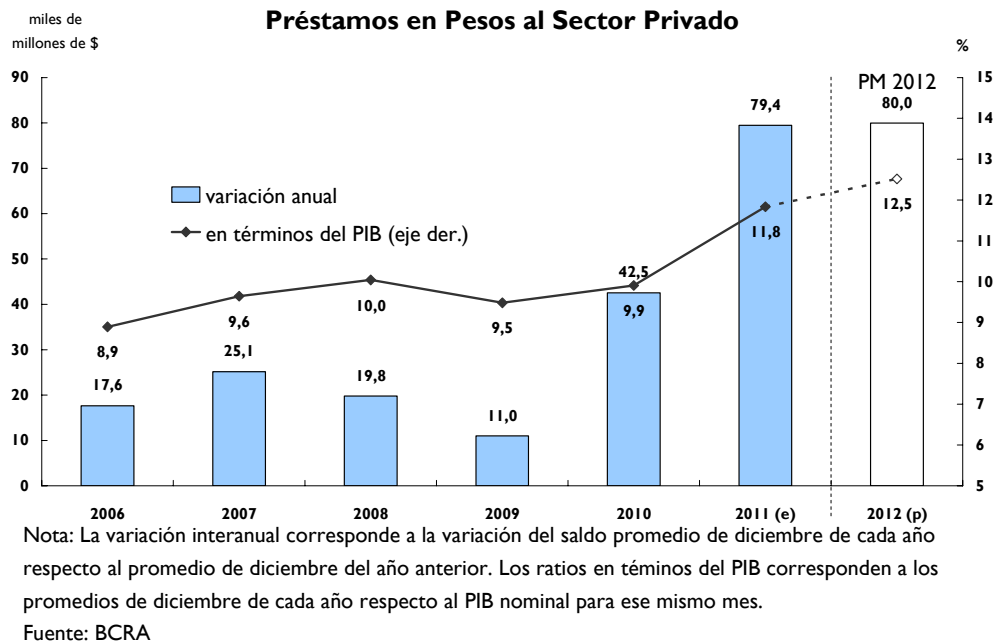
Por su parte, la trayectoria de los precios de la economía, medida a través del índice de precios implícitos del producto, depende, entre otras variables, de las condiciones de la oferta, de la volatilidad de los precios internacionales y de los ajustes salariales que resulten a partir de las futuras negociaciones paritarias. Según se conjuguen estos factores con el resto de los componentes de la oferta y la demanda agregada, el índice de precios implícitos del PIB (IPI-PIB) podría ubicarse en un rango entre 12% y 17%, mientras que la estimación de la variación de los precios al consumidor en el área metropolitana (IPC-GBA), de acuerdo con el Presupuesto 2012, sería de 9,2%.

En 2012 se alcanzará nuevamente un saldo comercial superavitario, principal fuente de generación de excedentes en el mercado de divisas. El crecimiento económico de los principales socios comerciales de la Argentina y los aún elevados precios de las materias primas —más allá de las correcciones de los últimos meses— junto al impulso al comercio regional originado en las políticas acordadas entre los países integrantes del Mercosur y la previsión de una buena campaña agrícola, determinarán un nuevo incremento de las exportaciones que se ubicará en torno a 7%. Por su parte, el crecimiento del mercado interno dará lugar a una suba de las importaciones de aproximadamente 10%. De este modo, el próximo año persistiría un balance positivo en el mercado de divisas, alimentado por un superávit de transferencias por mercancías similar al de 2011, en torno a los US\$14.200 millones, sustentado en un balance comercial aproximado de US\$8.900 millones, y una formación de activos externos menor que la de los años previos.

En este escenario, el Banco Central continuará interviniendo en el mercado cambiario para moderar la volatilidad del tipo de cambio. Se espera que las compras netas de la autoridad monetaria alcancen aproximadamente a US\$9.000 millones durante el próximo año, por lo que las mismas volverán a constituir uno de los principales factores de crecimiento de la oferta monetaria.

El crédito al sector privado continuará mostrando elevadas tasas de incremento, aunque su ritmo de expansión resultará menor al evidenciado durante 2011. No obstante, dado que su tasa de crecimiento sería mayor que la esperada para el PIB nominal, continuará el proceso de profundización del crédito en pesos. De tal forma, el aumento de los préstamos al sector privado seguirá siendo el principal factor explicativo de la expansión monetaria (con

un aumento proyectado para 2012 cercano a los \$80.000 millones), superando el efecto expansivo de las compras de divisas.



El Banco Central tiene previsto continuar con el proceso de licitaciones de fondos del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB). Estos recursos financian diversos proyectos orientados a aumentar la capacidad productiva de la economía y su competitividad, favoreciendo así la sustitución de importaciones, la inserción internacional de las empresas locales y la generación de empleo. Para 2012 se prevé un ritmo de licitaciones y desembolsos acorde al observado durante el segundo semestre de 2011.

De acuerdo a lo estipulado por la Carta Orgánica de esta Institución y por el Presupuesto 2012, se prevé la transferencia al Tesoro Nacional de las utilidades del Banco Central correspondientes al año 2011 y el otorgamiento de Adelantos Transitorios. Se espera que el efecto monetario generado por las operaciones con el sector público resulte menor a las expansiones generadas por el sector externo y el crédito. Asimismo, el Presupuesto 2012 contempla el uso de Reservas de Libre Disponibilidad para atender el servicio de la deuda pública por un monto de hasta US\$5.600 millones.

Con el objeto de mantener el equilibrio en el mercado monetario, el Banco Central esterilizará los excedentes entre la oferta y demanda de dinero, generados fundamentalmente por la acumulación de reservas internacionales y el aumento del crédito, a través del uso de los instrumentos de regulación

monetaria disponibles (operaciones de pase, colocación de LEBAC y NOBAC). Durante 2012 se espera que las necesidades de esterilización alcancen aproximadamente al 30% de la expansión prevista por compras de divisas en el mercado cambiario.

El presente Programa Monetario es compatible con otros objetivos de política del Banco Central, como el aumento de la bancarización, medida tanto por la mayor extensión de la cobertura bancaria a la población (número de cuentas, cajeros, sucursales y personas y empresas atendidas por el sistema financiero) como por el aumento de la relación crédito en pesos sobre PIB.

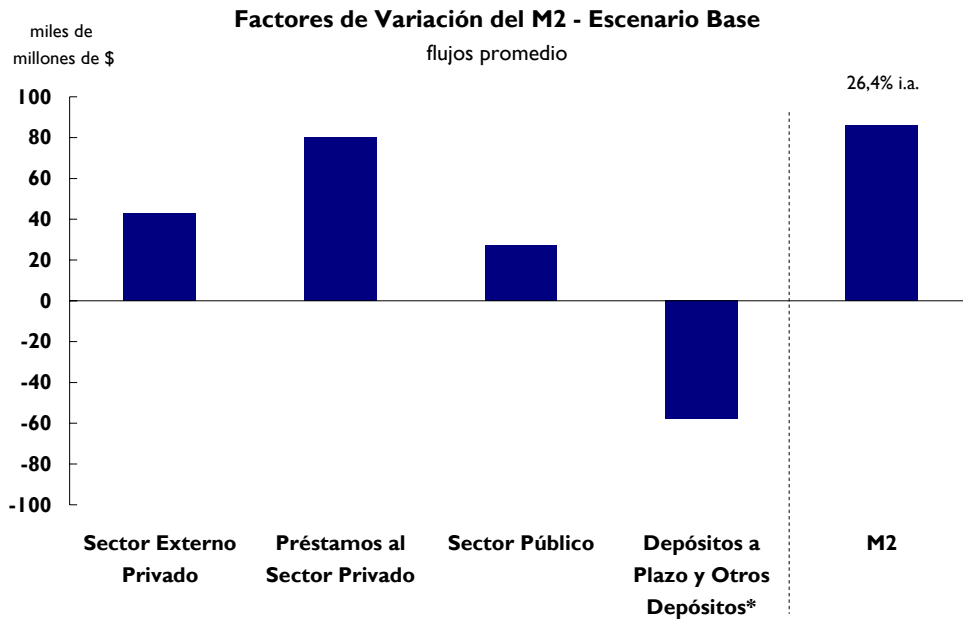
En el marco de una economía que continúa en un sendero de crecimiento robusto, el Programa Monetario 2012 establece en su escenario base un crecimiento de 26,4% interanual en diciembre para el M2 y de 26,2% para el M2 Privado, en ambos casos menores a los registrados a fin de 2011.

Metas del Programa Monetario 2012

M2 Total - Escenario Base				
	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dic-12
Variación Trimestral (en %)	6,2	6,3	4,6	7,0
Tasa de crecimiento respecto a Dic-11 (en %)	6,2	12,9	18,1	26,4

M2 Privado - Escenario Base	
	Dic-12
Tasa de crecimiento respecto a Dic-11 (en %)	26,2

Para verificar el cumplimiento del Programa Monetario se considerará un rango de $\pm 4\%$ respecto a los saldos promedio mensuales del M2 y M2 Privado del Escenario Base.



*Valores negativos significan aumento del saldo de depósitos a plazo y otros depósitos no incluidos en el M2.
Fuente: BCRA