



INFORME ECONÓMICO

Primer Trimestre de 2010

REPUBLICA ARGENTINA

Secretaría de Política Económica
Subsecretaría de Programación Económica

**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
Este ejemplar N° 71 ha sido editado en el mes de Agosto de 2010**

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	7
La Economía Argentina en el Primer Trimestre de 2010	9
Notas Técnicas del Informe Económico Trimestral	12
Panorama Internacional	13
Principales Indicadores	17
Nota Técnica: La Línea de Crédito Flexible del FMI	18
Nivel de Actividad	27
Principales Indicadores	31
Empleo e Ingresos	33
Principales Indicadores	36
Finanzas Públicas	39
Principales Indicadores	44
Nota Técnica: Resultados Fiscales en Perspectiva	45
Precios	57
Principales Indicadores	61
Nota Técnica: Evolución Reciente de los Precios Internacionales: Causas y Respuestas de Política	62
Sector Externo	69
Principales Indicadores	74
Dinero y Bancos	75
Principales Indicadores	79
Nota Técnica: Distribución Sectorial y Regional del Crédito Bancario en la Post-Convertibilidad	80

Introducción

Introducción

La situación internacional en el primer trimestre de 2010 brinda señales ambiguas respecto de la dinámica de la crisis internacional iniciada hace ya más de un año. La principal economía del mundo, EEUU, mostró por segundo trimestre consecutivo una expansión, y creció 2,5% anual en I.10. El crecimiento del primer trimestre estuvo en parte impulsado por la recomposición de inventarios y por los paquetes de estímulo fiscal, lo cual despierta algunas dudas sobre la sustentabilidad de la recuperación: una vez agotados estos estímulos no resulta claro si la principal economía del mundo está en condiciones de sostener una trayectoria de crecimiento que consolide la recuperación a nivel mundial. Además, la expansión de EEUU no tiene un correlato en la generación de empleo (un fenómeno denominado *jobless-growth*), debido a la flexibilidad del mercado de trabajo americano, en el cual abundan modalidades de contratación temporales y se generan pocos empleos de tiempo completo. De esta manera, la retracción de los estímulos fiscales podría limitar el proceso de crecimiento de la demanda agregada y descansar sobre una demanda privada que no muestra signos claros de recuperación.

Por otro lado, Asia emergente continúa con una expansión a tasas elevadas, por ejemplo que Japón creció un 4,6% anual luego de dos años consecutivos de contracción. En la mayor parte de la región el crecimiento estuvo explicado por el impulso proveniente del consumo privado y por la magnitud de los estímulos fiscales aplicados como respuesta a la crisis internacional. En América Latina se destaca la aceleración en el crecimiento de Brasil, que se expandió en el primer trimestre del año un 9% anual, impulsado por las exportaciones y la inversión doméstica. Chile, Uruguay y Perú también mostraron crecimientos significativos en este período. El panorama de recuperación en Asia y Latinoamérica muestra que las estrategias de política económica contracíclica que fueron implementadas en estas regiones permitieron superar con éxito el shock externo. A su vez, estas estrategias pudieron ser efectivamente implementadas gracias a

la acumulación de reservas internacionales, la baja en los ratios de endeudamiento externo, el ordenamiento de las cuentas públicas y el establecimiento de sistemas cambiarios flexibles que tuvieron lugar a partir del año 2000.

Las mayores dudas respecto de la sustentabilidad de la recuperación económica mundial provienen de la Zona Euro, que en los primeros tres meses del año mostró una leve recuperación de su economía con una expansión del PIB regional de 0,5% anual, debido fundamentalmente al buen desempeño de los países más avanzados de la región: Alemania y Francia. La robustez de la Unión Monetaria ha sido puesta en duda por varios analistas, teniendo en cuenta las fallas de coordinación macroeconómicas y políticas acontecidas en la Zona Euro en los últimos meses. En particular, la débil situación de Portugal, Irlanda, Grecia y España (los denominados PIGS) se ha reflejado sobre los principales mercados financieros del mundo. La desconfianza acerca de la solvencia de dichas naciones desencadenó una tendencia a la caída del Euro. Los PIGS presentan una situación de alto endeudamiento y baja competitividad, y recientemente implementaron drásticas políticas de ajuste fiscal. Si bien en el largo plazo una mayor depreciación de la moneda común podría contribuir a reducir los problemas de competitividad externa de la región, en el corto plazo estos eventos añaden volatilidad e incertidumbre en los mercados internacionales.

Pese a las dudas en el contexto internacional, el ritmo de expansión económica de Argentina se consolidó en el primer trimestre del año con un alza del PIB de 6,8% anual. Del lado de la demanda, la aceleración estuvo impulsada por el mayor dinamismo de la demanda interna, y en menor medida por la demanda de los principales destinos de exportación. Se registró un importante cambio de tendencia en el Consumo Privado, principal componente de la demanda agregada, que creció 7,3% anual. Como resultado de la política contra-cíclica instrumentada para enfrentar la crisis internacional, también

se expandió el Consumo Público en 8,4%. Esta evolución del consumo permitió que luego de cinco trimestres consecutivos de retracción comenzara la recuperación de la Inversión Bruta Interna Fija, que en I.10 aumentó 13,1% anual. Del lado de la oferta, se destaca el crecimiento de 8,2% de la producción industrial. El sector agropecuario se expandió 5,2% y dejó atrás los malos resultados que lo habían afectado durante la campaña anterior.

La rápida recuperación de la economía doméstica marca un hito en lo que respecta a la historia económica reciente del país. A diferencia de lo acontecido frente a shocks internacionales de menor magnitud (por ejemplo, durante la crisis del Tequila en 1995 o la del Sudeste Asiático en 1997), Argentina se recuperó rápidamente de la peor crisis mundial después de la Gran Depresión. Esta recuperación fue principalmente explicada por dos factores. El primero de ellos es de carácter estructural y responde al nuevo esquema macroeconómico implementado en 2003, que permitió que Argentina enfrentara la crisis de manera distinta. En particular, el esquema de tipo de cambio competitivo diferenciado gracias a la aplicación de Derechos de Exportación; el proceso de acumulación de reservas; el superávit de cuenta corriente; el superávit fiscal; la estrategia de desendeudamiento y la baja dolarización de la economía, fueron todos factores que contribuyeron a minimizar el impacto de la crisis internacional. El segundo factor es la importante reacción de política económica destinada a contrarrestar los efectos de la crisis. La evidencia hasta el momento indica que los estímulos al empleo, el consumo y la inversión están rindiendo sus frutos en materia de recuperación económica.

La cuenta corriente mostró en el I.10 un leve saldo negativo de US\$ 365 millones, que se explica por la combinación puntual en el período de un menor saldo comercial, mayores pagos de intereses y un aumento en el giro de utilidades y dividendos. Sin embargo, acumulando los últimos cuatro trimestres el saldo positivo alcanza US\$ 9.587 millones o sea 3,0% del PIB. La reducción de la balanza comercial respecto de 2009 (US\$ -1.473 millones) obedece a un mo-

derado crecimiento de las exportaciones como consecuencia de la sequía, y a una marcada recuperación de las importaciones luego de que la crisis internacional y las políticas comerciales habían reducido su impacto durante el año anterior. En efecto, mientras que las exportaciones se expandieron 10,7% anual en I.10, las importaciones lo hicieron en un 33,1%.

La Cuenta Capital marcó en I.10 un resultado prácticamente equilibrado (US\$ 15 millones) y la Cuenta Financiera indicó un ingreso neto de US\$ 1.024 millones, revirtiendo el signo negativo que tuvo lugar durante los últimos siete trimestres. Las reservas internacionales registraron una leve disminución respecto de diciembre de 2009 de US\$ -204 millones, para sumar US\$ 47.460 millones a fin del trimestre, lo que dejó la relación Reservas/PIB en un 15%, porcentaje mayor que hace un año. En el frente cambiario, el Tipo de Cambio Real Multilateral elaborado por el BCRA se apreció levemente en relación al último trimestre de 2009, sin embargo el mismo continúa en niveles elevados y se ubica en un 16,6% por encima de I.09.

La recuperación de la actividad luego de la crisis internacional comenzó a impactar en el mercado de trabajo doméstico: el desempleo retomó, luego de tres trimestres consecutivos de leves alzas, la trayectoria descendente que había iniciado en 2004 y cerró el trimestre en 8,3%, una décima de punto porcentual menos que hace un año. En materia de ingresos, el Índice de Salarios creció un 17,8% en I.10, siendo los trabajadores registrados del sector privado los que presentaron el mayor crecimiento anual. En el mismo período, el Índice de Salario por Obrero Ocupado Industrial registró una expansión de 28,9%, mientras que los datos del Sistema Integrado de Previsional Argentino (que reflejan la evolución del salario registrado) marcaron un aumento del salario neto promedio para el sector privado de 20,7%. Por último, el Salario Mínimo promedio del primer trimestre experimentó un aumento de 20,9% anual.

Si bien la dinámica del empleo parecería estar disociada de la evolución del nivel de actividad, ello es el resultado de una política económica

que tuvo como objetivo central conservar la mayor cantidad de puestos de trabajo posibles durante la crisis internacional de 2009. Así, la política económica activa impidió que el shock externo impactara sobre el mercado de trabajo y, con esto, contribuyera a expandir la crisis hacia el mercado interno. De hecho, políticas como el Programa de Reconversión Productiva (REPRO), instrumentadas por el Ministerio de Trabajo evitaron la pérdida de empleo en aquellas empresas afectadas por la crisis internacional, subsidiando una parte de los salarios de los trabajadores potencialmente afectados. Esto impidió que la tasa de desempleo sufriera aumentos mayores a los que efectivamente fueron observados y, con esto, evitó los costos permanentes asociados a aumentos de carácter transitorios del desempleo típico de este tipo de eventos. La política económica permitió de esta manera la conservación del vínculo laboral, limitando los efectos de la crisis internacional en el mercado doméstico.

En el frente externo, el índice de precios internacionales de las materias primas relevado por el BCRA se ubicó en I.10 un 21,9% por encima de similar periodo del año anterior. En relación al valor de diciembre de 2009, estos precios se ubicaron en marzo un 5,1% por debajo. En el plano doméstico, el Índice de Precios Internos al por Mayor registró en el primer trimestre del año una suba de 13,0% anual, marcando una aceleración respecto del 7,0% anual registrado en 2009. Por su parte, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) exhibió una suba de 9,0% anual en el primer trimestre del año, lo que im-

plica una aceleración respecto al 6,2% promedio de 2009. Las mayores alzas se observaron en los precios de los bienes, en particular Indumentaria (+13,6% anual), y Alimentos y Bebidas (+11,2% anual). En el mismo sentido, el Índice de Precios Implícitos del PIB también se aceleró en el primer trimestre del año y marcó 14,8% anual, 5,2 puntos porcentuales más que en I.09.

En el primer trimestre del año, la evolución de las cuentas públicas continuó parcialmente afectada por la crisis internacional, tanto en lo que hace a los egresos como así también a los ingresos. En el caso de los primeros, el gasto primario se aceleró 2,2 puntos porcentuales en relación al último trimestre de 2009. El mayor gasto público estuvo destinado a consolidar la estrategia contra-cíclica de la política fiscal, evitando desestimular la demanda agregada antes de tiempo y permitiendo la consolidación de la recuperación de la actividad doméstica. Así, la aceleración respecto al trimestre anterior estuvo principalmente explicada por el aumento de prestaciones a la Seguridad Social y Transferencias al Sector Privado. En lo que respecta a los ingresos, la estrategia contra-cíclica comienza a mostrar resultados en términos de mayor actividad económica y, en consecuencia, mayor recaudación tributaria. En el primer trimestre del año la Recaudación Tributaria registró un crecimiento de 23,7% anual, la mayor suba registrada desde IV.08, mientras que los Ingresos Corrientes del Sector Público No Financiero se expandieron a una tasa de 28,2%. Con esta evolución, el resultado primario medido como porcentaje del PIB se ubicó en 1,4%.

Notas Técnicas del Informe Económico Trimestral

Panorama Internacional: LA LÍNEA DE CRÉDITO FLEXIBLE DEL FMI.

En los años previos al estallido de la crisis financiera internacional el rol del FMI en el funcionamiento del SMI se fue desdibujando. Cayó la demanda de sus líneas de crédito, muchos países cancelaron sus deudas con la institución, sus recomendaciones perdieron prestigio y los países optaron por el autoaseguramiento mediante la acumulación de reservas. En el marco del G20 la necesidad de reformar el rol del FMI fue abordada, y entre los avances en ese sentido se cuenta el lanzamiento de la Línea de Crédito Flexible. En esta nota técnica se analizan las innovaciones que implica este nuevo instrumento orientado a salvar los principales problemas de los clásicos Stand By Arrangements, y se realiza una evaluación crítica sobre la profundidad en el cambio de enfoque por parte del FMI.

Fiscal: RESULTADOS FISCALES EN PERSPECTIVA.

En los últimos cincuenta años se produjeron cambios profundos en las formas de intervención del Estado que tuvieron su correlato en las finanzas públicas. El objetivo de esta nota técnica es analizar las cuentas fiscales desde una perspectiva histórica, identificando dichos cambios y prestando especial atención a la evolución de los resultados fiscales. Se analizan adicionalmente algunas controversias surgidas recientemente en torno a la forma adecuada de registrar ciertos recursos, tales como los DEG asignados por el FMI, las utilidades del Banco Central o las rentas que genera el Fondo de Garantía y Sustentabilidad del ANSES.

Precios: EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES: CAUSAS Y CONSECUENCIAS.

Los precios de las materias primas alcanzaron niveles record a mediados de 2008. Luego, con el estallido de la crisis financiera internacional, se desplomaron abruptamente, para recuperarse levemente durante 2010. En esta nota técnica se presenta el fenómeno, se analizan las explicaciones que dan cuenta de la trayectoria de los precios internacionales de las materias primas, y finalmente se estudia la diversidad de respuestas de política económica que dieron los países.

Dinero y Bancos: DISTRIBUCIÓN SECTORIAL Y REGIONAL DEL CRÉDITO BANCARIO EN LA POST-CONVERTIBILIDAD

en la Post-Convertibilidad 80La recuperación del crédito bancario al sector privado ha sido uno de los rasgos salientes en el funcionamiento del sistema financiero argentino a partir de la salida de la convertibilidad. Además de crecer activamente, el crédito bancario experimentó cambios en su composición. Durante el período 2003 – 2009 se observó un moderado proceso de diversificación tanto en la dimensión sectorial como regional, con una pérdida de peso relativo de la administración pública y de las regiones céntricas del país. La presente Nota Técnica expone los cambios cualitativos observados en el financiamiento bancario.

Informe Económico Primer Trimestre 2010

Panorama Internacional

Panorama Internacional

En el primer trimestre del año la recuperación se fue afianzando en gran parte de las economías, en particular en Asia y América Latina. Estados Unidos, por su parte, registró nuevamente una expansión en su PIB, aunque los principales factores que impulsaron el crecimiento se consideran temporales. Por otro lado, Europa mostró un crecimiento todavía lento, presentando problemas dentro de la región que no sólo pusieron en duda la recuperación de la Zona Euro sino que amenazaron la recuperación a nivel global.

Estados Unidos registró el segundo trimestre consecutivo de crecimiento anual. Luego de la salida de la recesión en IV.09 (con un crecimiento anual de 0,1% luego de cuatro trimestres consecutivos de contracción) la recuperación continuó afianzándose y la economía se expandió un 2,5% anual. El crecimiento durante estos primeros tres meses del año estuvo, en parte, impulsado por la recomposición de inventarios (los inventarios de bienes manufacturados crecieron 1,2% en relación al trimestre anterior luego de cinco trimestres de contracción) y por los paquetes de estímulo fiscal instrumentados, ambos factores temporales. También se observó una fuerte recuperación de las exportaciones, que crecieron 11,5% luego de seis trimestres consecutivos de contracción, y de la inversión, que se expandió 8,0% anual luego de haber alcanzado un piso durante 2009 de -28,1% (II.09). En cuanto a la oferta, se observa una recuperación de la producción industrial que se expandió un 2,6% anual en los tres primeros meses del año. La inflación registró una aceleración ya que los precios aumentaron 2,4%, mientras que durante el trimestre anterior había sido 1,5%.

La gran discusión en torno al crecimiento es la sostenibilidad del mismo. Si bien la economía muestra signos de recuperación, las bases de la misma parecen endebles ya que los factores que impulsaron la actividad económica no serían sostenibles a largo plazo y se irían desvaneciendo con el correr de los meses y con la finalización de los paquetes fiscales. Por otra parte, a pesar de las medidas adoptadas, la tasa de desempleo no se redujo significativamente,

manteniéndose a lo largo del trimestre por encima de 9,7%. Si bien esto representa una caída respecto de IV.09 (10,0%), se mantiene en altos niveles en términos históricos. La demanda interna permanece moderada y por debajo de los valores previos a las crisis: en los primeros tres meses del año el consumo privado se expandió solamente 1,6% anual.

América Latina, por su parte, continuó con la fuerte recuperación iniciada en los últimos meses de 2009. El caso más destacado fue Brasil, que creció 9,0% anual en I.10. Este desempeño, a diferencia del de Estados Unidos, fue impulsado por la demanda interna y por las exportaciones: el consumo alcanzó durante I.10 una expansión de 9,3% anual mientras que las exportaciones crecieron 14,5%, por el aumento de la demanda de China. La inversión, por su parte, creció 26 % anual, la tasa más alta en tres años, mientras que la producción industrial registró un incremento de 17,3% anual (durante IV.09 había crecido 6,2% anual). Esta expansión generó presiones inflacionarias que impidieron el cumplimiento de la meta del Banco Central de Brasil, establecida en 4,5% anual (la tasa de inflación del trimestre se ubicó en 4,9%). La principal secuela que dejó la crisis fue la permanencia del desempleo, que registró en I.10 una leve suba, ubicándose en el 7,4%.

En cuanto al resto de los países latinoamericanos se destaca el crecimiento durante I.10 de Uruguay (8,9% anual) y de Perú (6,0% anual). Chile, por el contrario, registró una desaceleración en su crecimiento (creció 1,0% anual mientras que en IV.09 había alcanzado un crecimiento de 2,2% anual) debido al terremoto sufrido a fines de febrero. Este desastre natural tuvo un fuerte impacto en la producción industrial (se contrajo -6,4% anual) y en las exportaciones (cayeron -6,0% como consecuencia de la menor producción industrial y agrícola, y los daños en rutas y puertos que dificultaron el embarque de exportaciones). De todas maneras, Chile registró una caída del desempleo que se ubicó en un dígito (pasando de 10,0% a 9,2%).

En Asia la particularidad de los primeros meses del año fue el desempeño de Japón, que creció 4,6% luego de dos años consecutivos de contracción. La expansión fue impulsada por la recuperación del consumo privado (que creció 2,8% anual) y de las exportaciones, que crecieron 35,2% anual. La producción industrial de Japón aumentó 27,1% anual en I.10, luego de registrar una contracción de 5,0% anual en IV.09.

China creció 11,9% anual en I.10, acercándose así a los valores previos a 2008. Los estímulos fiscales del gobierno fueron un factor clave para atenuar los efectos de la crisis. India se expandió 8,6% anual, también impulsado por las exportaciones, que crecieron 11,4% respecto del trimestre anterior. Junto con este crecimiento debió enfrentar fuertes presiones inflacionarias, con los precios acelerándose hasta alcanzar una tasa de crecimiento de 15,3% anual en el trimestre.

La Zona del Euro mostró durante los primeros tres meses del año una incipiente recuperación.

El PIB se expandió 0,5% anual luego de haberse contraído -2,1% en IV.09. Alemania creció 1,5% y continuó siendo el motor de la región, seguido por Francia que se expandió 1,2% anual. Las exportaciones se incrementaron un 6,0% anual mientras que en IV.09 se habían contraído un -5,2%. El principal foco de conflicto fue Grecia, luego de que el gobierno admitiera que las estadísticas oficiales no eran correctas y se difundió la delicada situación fiscal que atravesaba el país (con un déficit fiscal del 13,6% y un ratio deuda/PIB de 115% en 2009) lo cual alimentó los temores de una posible cesación de pagos y la posibilidad de contagio por parte de España y Portugal, cuyas situaciones son similares a la de Grecia (el déficit fiscal español en 2009 fue del 11,2% y el ratio deuda/PIB 53,2%; para Portugal 9,4% y 76,8% respectivamente). Debido a este riesgo, la Unión Europea comenzó a delinear un posible rescate financiero para Grecia y se pusieron en escena discusiones respecto a la sostenibilidad del Euro.

PRINCIPALES INDICADORES DE PANORAMA INTERNACIONAL

	2004 - 2007	2008	III 08	IV 08	I 09	II 09	III 09	IV 09	I 10
1 CRECIMIENTO ECONÓMICO									
Variación Porcentual Anual									
Economías Desarrolladas									
Estados Unidos	2,9	0,4	0,0	-1,9	-3,3	-3,9	-2,6	0,1	2,5
Eurozona	2,4	0,7	0,5	-1,7	-5,0	-4,8	-4,1	-2,1	0,5
Alemania	1,9	1,3	0,8	-1,8	-6,7	-5,8	-4,8	-2,4	1,5
Francia	2,2	0,4	0,1	-1,6	-3,5	-2,9	-2,3	-0,3	1,2
Japón	2,3	-0,7	-0,3	-4,3	-8,6	-6,0	-5,2	-1,0	4,6
Otras									
China	11,3	9,0	9,0	6,8	6,1	7,9	9,1	10,7	11,9
India	9,1	7,5	5,8	5,8	5,8	6,1	7,9	6,0	8,6
Rusia	7,4	5,6	6,0	1,2	-9,8	-10,9	-8,9	-2,6	2,9
América Latina									
Brasil	4,6	5,1	1,3	-1,8	-2,1	-1,6	-1,2	4,3	9,0
Chile	5,2	3,7	3,2	0,2	-2,2	-4,3	-1,8	2,2	1,0
Colombia	6,2	2,5	2,8	-1,1	-0,5	-0,4	-0,2	2,5	4,4
Perú	7,1	10,0	10,8	6,4	2,0	-1,1	-0,6	3,4	6,0
Uruguay	5,9	8,9	13,2	7,6	2,3	0,5	1,9	4,5	8,9
Venezuela	11,8	4,9	3,8	3,5	0,5	-2,6	-4,6	-5,8	-5,8
2 PRECIOS AL CONSUMIDOR									
Variación Porcentual Anual									
Economías Desarrolladas									
Estados Unidos	3,3	3,9	5,3	1,6	-0,1	-1,1	-1,6	1,5	2,4
Eurozona	2,2	3,3	3,8	2,3	1,0	0,2	-0,4	0,4	1,1
Alemania	2,2	2,8	3,1	1,7	0,8	0,3	-0,7	0,3	0,8
Francia	1,9	3,2	3,3	2,0	0,7	0,1	-0,5	0,4	1,5
Japón	0,0	1,4	2,2	1,0	-0,2	-1,0	-2,2	-2,0	-1,2
Otras									
China	3,3	5,9	5,3	2,5	-0,6	-1,5	-1,3	0,7	2,2
India	5,5	8,3	9,0	10,2	9,4	8,9	11,8	13,3	15,3
Rusia	10,9	14,1	14,9	13,8	13,8	12,5	11,4	9,2	7,2
América Latina									
Brasil	5,2	5,7	6,3	6,2	5,8	5,2	4,4	4,2	4,9
Chile	4,1	8,7	9,3	8,6	7,1	4,5	0,8	-1,3	-1,3
Colombia	5,1	7,0	7,7	7,8	6,6	4,8	3,2	2,4	2,0
Perú	2,4	5,8	6,1	6,6	5,6	4,0	1,9	0,4	0,7
Uruguay	6,8	7,9	7,6	8,6	8,2	6,7	7,1	6,3	6,7
Venezuela	17,5	31,2	34,7	33,4	29,6	28,2	28,7	28,1	27,4
3 PRECIOS DE COMMODITIES									
En dólares									
Petróleo	57	97	116	56	44	59	68	76	77
Soja	259	453	488	329	347	414	385	368	351
Trigo	189	326	318	228	232	248	209	205	195
Maíz	124	223	245	168	167	176	152	168	163
Oro	539	906	870	797	912	922	960	1.101	1.110
4 TASAS DE INTERÉS									
Nominal Anual									
LIBOR	4,0	3,1	3,2	3,0	2,0	1,8	1,4	1,1	0,9
Fed Funds	3,7	1,9	2,0	0,8	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Tasa Oficial del Banco Central Europeo	2,7	3,9	4,3	3,2	1,8	1,1	1,0	1,0	1,0
SELIC	15,7	12,5	13,8	13,8	12,3	9,9	8,8	8,8	8,8
5 TIPO DE CAMBIO									
Moneda Local / dólares									
Euro	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Real	2,4	1,8	1,7	2,3	2,3	2,1	1,9	1,7	1,8
Yuan	8,0	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Yen	113,1	103,3	107,6	94,7	93,6	97,4	93,6	89,8	90,7
6 INDICADORES BURSÁTILES									
En dólares - Puntos Básicos									
Dow Jones	11.361	11.237	11.325	8.803	7.783	8.326	9.221	10.181	10.465
NASDAQ	1.655	2.163	1.948	1.601	5.937	1.401	1.606	1.763	1.856
FTSE 100	5.496	10.039	10.140	6.694	5.804	6.608	7.740	8.558	8.466
Nikkei 225	14.170	117	119	91	85	95	109	111	116
Bovespa	55.588	31.384	33.445	16.391	17.147	23.893	29.967	37.939	37.732
Merval	1.625	562	587	325	304	384	462	580	606
7 INDICADORES DE RIESGO SOBERANO									
En Puntos Básicos									
EMBI Latinoamérica	286	382	314	670	653	494	375	305	280
EMBI Argentina	2129	853	694	1.673	1.675	1.439	911	707	723
EMBI Brasil	339	300	250	475	428	327	255	216	204

Fuente: Bloomberg

La Línea de Crédito Flexible del FMI

Participó en la elaboración de esta Nota Técnica: Esteban Kiper

1. Introducción: el FMI Antes de las Líneas de Crédito Flexible

En los últimos tiempos, el rol del FMI ha sido severamente cuestionado. El sesgo recesivo de las condicionalidades atadas a los créditos Stand By sobre las economías emergentes generaron críticas sobre el funcionamiento y el rol de dicha institución. Las sucesivas crisis que afectaron a Corea, Rusia, Brasil, Argentina y Turquía profundizaron las apreciaciones críticas sobre el accionar del FMI. Como consecuencia del desgaste de su legitimidad, las funciones y el rol de esta institución se vieron sensiblemente afectados. Son numerosos los trabajos académicos que abordaron el problema del deterioro del rol del FMI en los años previos a la crisis internacional (Buirá, 2003; Buirá, 2005; Kapur y Webb, 2006; Frenkel, 2007; Williamson, 2009) y que señalan un conjunto de causas entre las que se destacan la falta de representatividad de los países en desarrollo en su estructura de gobierno, el sesgo ideológico y la baja calidad de sus recomendaciones de política, la incapacidad de funcionar adecuadamente como prestamista de última instancia, la insuficiente disponibilidad de financiamiento y la carencia de una función clara en el Sistema Monetario Internacional (SMI), en particular su escasa participación en el debate sobre el tratamiento los desbalances globales.

La percepción por parte de los países emergentes de que el FMI no era funcional a la estabilidad macroeconómica y financiera dio lugar a la búsqueda de mecanismos alternativos de aseguramiento, que se orientaron de forma generalizada al auto-aseguramiento –mediante la acumulación de reservas- y al desarrollo de fondos regionales de financiamiento sustitutos del FMI. Estas estrategias, en un mundo con abundante liquidez y grandes desequilibrios en la cuenta corriente de Estados Unidos fueron muy exitosas, resultando en una de las etapas de mayor crecimiento del mundo emergente en la historia reciente.

Algunos datos ilustran de manera contundente el retroceso del FMI en la etapa previa al estallido de la crisis financiera internacional y su contrapartida, la conformación de instrumentos alternativos de seguro por parte de los países no desarrollados. El monto de la cartera de créditos del FMI pasó de 71.000 millones de DEG (Derechos Especiales de Giro) en 2003 a 9.000 millones en 2007 (-87%); la cantidad de acuerdos Stand-By vigentes pasó de diecisiete a fines de 2003 a siete a fines de 2007; y numerosos países pagaron por anticipado sus obligaciones con el FMI para acotar los lazos con la institución (Tailandia en 2003, Rusia en 2004, Argentina en 2005 y Brasil en 2006).

Pese a su éxito, las estrategias de los países que ya no confiaban en el financiamiento del FMI y el rol secundario al que había sido relegada esta institución fueron puestas en cuestión con el estallido de la crisis. Por un lado, la acumulación de reservas por parte del mundo emergente fue señalada como uno de los factores impulsores de la crisis financiera internacional (Bernanke, 2008; Dooley et al., 2008). Por otro, la transitoria reducción de la liquidez internacional, provocada por la fuga a la calidad de los flujos de capitales y por la brusca retracción de los flujos de comercio insinuó que podría ser necesario el apoyo del FMI en algunos países para evitar ajustes traumáticos.

La crisis financiera internacional puso así en evidencia una serie de deficiencias estructurales en el funcionamiento del SMI que se venían registrando desde principios del nuevo siglo, las más importantes de las cuales fueron el fuerte incremento en los desbalances globales, la sucesión de burbujas de activos con sus respectivos estallidos, y la pérdida de credibilidad de las instituciones multilaterales de crédito.

En este contexto, y en el marco de las reuniones del G-20, tuvieron lugar una serie de replanteos y reformas sobre el rol de las instituciones multilaterales de crédito, y en particular, del FMI.

Entre estos replanteos se encuentra el compromiso de reformar tanto la estructura de gobierno como la lógica de las operaciones y el financiamiento del FMI y la creación de la Línea de Crédito Flexible (LCF).

En este trabajo se analizará la nueva Línea de Crédito Flexible, y se evaluará la profundidad del cambio de enfoque que involucra su introducción en relación a los instrumentos de crédito pre-existentes. Con ese propósito en la Sección 2 se hace un breve racconto de la evolución histórica del rol del FMI y de sus instrumentos de créditos hasta el comienzo de las reformas. La Sección 3 describe las reformas introducidas al FMI en el marco del G-20 y presenta y analiza las características de la nueva línea de crédito flexible. La Sección 4 concluye.

2. El Rol del FMI a lo Largo de la Historia

El rol del FMI ha ido mutando con las sucesivas transformaciones del SMI¹. Nació en la década del cincuenta como una institución orientada a garantizar el buen funcionamiento del SMI en el marco de los acuerdos de Bretton Woods, que involucraban la fijación de las paridades cambiarias. Sus intervenciones apuntaban a brindar financiamiento de corto plazo para amortiguar los desajustes en el balance de pagos de los países de mayor relevancia sistémica.

A mediados de los años cincuenta la orientación del FMI cambió, y comenzó a centrar su actividad en la asistencia a países emergentes con problemas de balance de pagos, en un marco de inexistencia de flujos de capitales privados. Se desarrollaron en esta etapa los principales lineamientos conceptuales del FMI, que se plasman en las condicionalidades de los créditos Stand By que involucraban usualmente la devaluación del tipo de cambio, el ajuste fiscal y la restricción monetaria.

En la segunda mitad de los años setenta se produjo un nuevo cambio de rumbo y el FMI comenzó a operar, además de cómo proveedor de

liquidez ante desequilibrios en el balance de pagos y como auditor de políticas, como soporte y garante de la introducción de las políticas explícitas de liberalización financiera, reformas en las que Argentina y Chile fueron pioneros. Las profundas crisis bancarias desatadas a partir estas políticas dieron lugar a que el organismo se constituyera en coordinador y supervisor de las operaciones de reestructuración de deuda de bancos en problemas.

Posteriormente, durante la primera mitad de la década del noventa se incorporaron en los acuerdos de crédito condicionalidades más profundas y detalladas, que incluían la privatización de empresas públicas, la flexibilización del mercado de trabajo y la reformulación de los esquemas tributarios. En la segunda mitad de los noventa, cuando comenzaron a sucederse las crisis cambiarias, financieras y de deuda en México, Argentina, Corea, Rusia y Brasil, el FMI redefinió una vez más su rol, y se constituyó mediante la provisión de montos de financiamiento nunca antes otorgados en un símil de prestamistas de última instancia en un SMI caracterizado por un creciente flujo de capitales financieros. En este nuevo rol el FMI procuró dar sustento a un nuevo esquema que procuraba una integración profunda de los países emergentes al SMI mediante la apertura y liberalización de la cuenta capital y financiera y del sistema financiero.

La última etapa del FMI previa al estallido de la crisis financiera internacional comenzó con la crisis argentina de 2001/2, y estuvo marcada por la progresiva dilución de sus funciones. Durante la crisis Argentina el FMI no brindó financiamiento, ni participó en la reestructuración de la deuda pública ni privada. Por consiguiente, tampoco hubo lugar para condicionalidades ni recomendaciones de política. En la crisis de Turquía, la situación fue similar, y dado que ese fue el último episodio en el mundo emergente hasta la crisis internacional, el FMI perdió protagonismo definitivamente.

El accionar del FMI en el SMI durante su última etapa activa está plasmado en los objetivos

¹ Esta sección se basa en Frenkel (2007) y Frenkel y Avenburg (2008); para el análisis original y más detallado, referirse a esos trabajos.

que señala el protocolo de la institución para las operaciones de crédito:

- 1 Suavizar el impacto económico derivado de shocks financieros, reales y de términos del intercambio, de manera de evitar ajustes traumáticos, episodios de default del gobierno, o cualquier situación que pudiera resultar costosa para el país en cuestión o países vinculados a aquel;
- 2 Desbloquear el acceso a otras fuentes de financiamiento (signaling). Esto significa que una vez que el FMI otorga un crédito a un país emergente envía una señal al mercado de capitales porque se aseguraría que los fundamentales macroeconómicos están en orden y que la asistencia del FMI garantizará sus inversiones.
- 3 Prevenir crisis mediante la revisión sistemática de la macroeconomía de los países miembro (Artículo IV).

Para cumplir con esas funciones sus principales instrumentos fueron, hasta principios de 2009, los siguientes:

Acuerdos Stand-By (Stand By Arrangement, SBA): Esta línea de crédito ha sido la de mayor importancia en las operaciones del FMI. Ha estado dirigida fundamentalmente a asistir a países emergentes de ingresos medios necesitados de asistencia financiera para afrontar y suavizar ajustes en el balance de pagos. La duración de estos acuerdos oscila entre uno y dos años, y su reembolso se realiza entre tres y cinco años. El financiamiento es desembolsado en cuotas, en función del cumplimiento de las condicionalidades acordadas con el FMI en la suscripción al programa².

² Las condicionalidades son parte del programa porque se considera que es necesario comprometer (forzar) a las economías que enfrentan crisis externas y/o financieras a que realicen los ajustes macroeconómicos necesarios para prevenir nuevos episodios de crisis. La hipótesis detrás de las condicionalidades es la de riesgo moral, que supone que una vez que el país obtiene los recursos para evitar el ajuste no tiene incentivos para implementar medidas correctivas impopulares. Esto es así porque las condicionalidades suelen incluir políticas de sesgo recesivo, como el incremento del superávit fiscal y el endurecimiento de la política monetaria. Otras políticas incluían la libre flotación cambiaria, la liberalización del sistema financiero, la eliminación de los esquemas de intervención sobre la formación de precios y la eliminación de impuestos distorsivos.

³ Las medidas usualmente sugeridas son la reforma del sistema tributario (eliminación de impuestos distorsivos), la liberalización del sistema financiero, la privatización de empresas públicas y la flexibilización del mercado de trabajo.

Línea de Suplemento de las Reservas (Supplemental Reserve Facility, SRF): Provee asistencia financiera a países con problemas de balance de pagos ocasionados por la pérdida de confianza de los mercados sobre su capacidad de pago de vencimientos de corto plazo. Esta línea no imponía límites de acceso, y se otorgaba en asociación con un SBA o un EFF cuando el límite al financiamiento contemplado en estos acuerdos era insuficiente para afrontar la situación adversa.

Fondo de Facilidad Extendida (Extended Fund Facility, EFF): Esta línea de crédito está orientada a dar apoyo a países que padezcan problemas en el balance de pagos como consecuencia de la implementación de reformas estructurales. Se contemplan períodos de ajuste más lentos, motivo por el cual los plazos de reembolso son de entre 4 y 10 años. Estos programas involucran en general la implementación de medidas orientadas a adaptar el funcionamiento de los mercados y las instituciones al nuevo contexto derivado de las reformas estructurales³.

Créditos a países de bajos ingresos: El principal instrumento de asistencia del FMI a los países de bajos ingresos es la línea de reducción de la pobreza e impulso al crecimiento. Los países de bajos ingresos también pueden acudir a las facilidades ante shocks exógenos tales como incrementos en los precios de los alimentos o los combustibles, o desastres naturales. La tasa de interés para ambas líneas de crédito es de 0,5% anual y los préstamos deben ser reembolsados en un plazo de entre 5 años y medio y 10 años. Adicionalmente existen dos líneas condicionales específicas orientadas a reducir el peso de la deuda en países de bajos ingresos y elevado nivel de endeudamiento. Una es la Iniciativa

para países pobres muy endeudados (Heavily Indebted Poor Countries, HIPC), que consiste en la que se provee financiamiento para aliviar el peso de la deuda y volverla sostenible; y la otra la Iniciativa Multilateral para el Alivio de la Deuda (MDRI, Multilateral Debt Relief Initiative), en la que el FMI, la Asociación Internacional del Desarrollo (IDA) del Banco Mundial y el Fondo Africano para el Desarrollo cancelaron el 100% de la deuda de algunos países africanos.

Esta batería de instrumentos diseñada para cumplir con los objetivos del FMI, como se mencionara previamente, fue perdiendo relevancia a medida que los países dejaron de demandarlos para buscar alternativas más acordes con sus propios objetivos de política económica y su concepción de los problemas macroeconómicos. Los acuerdos Stand-By han sido los que generaron mayor rechazo en el mundo emergente en los años previos a la crisis. Las condicionalidades además de impopulares fueron percibidas como dogmáticas y en muchos casos incluso como factores de profundización de la crisis en curso⁴. Asimismo, la magnitud de los créditos fue criticada por insuficiente, y el rol del FMI como prestamista de última instancia fue seriamente cuestionado.

3. La Reformulación del Rol del FMI y Nueva Línea de Crédito Flexible

3.1 Un nuevo rol para el Fondo

En marzo de 2009 se delineó la reforma que tendría por objetivo reposicionar al FMI, y dotarlo de nuevos objetivos e instrumentos para atender las necesidades de los países miembro y participar en el rediseño del SMI. En palabras del FMI, "...la reducción en los préstamos que precedió a la crisis financiera refleja la necesi-

dad de adaptar los instrumentos de crédito del FMI a las cambiantes necesidades de los países miembros. En respuesta, el FMI llevó a cabo una amplia revisión de las líneas de crédito y los términos en los cuales son provistas."

En relación a la insuficiencia de fondos prestables, se incrementó la capacidad prestable en US\$ 500.000 millones por aportes de los países desarrollados, que serán otorgados mediante los Nuevos Acuerdos de Préstamo (New Arrangements to Borrow, NAB); se duplicó la capacidad de préstamos para los países de bajos ingresos mediante la venta de reservas de oro en poder del FMI y se comprometieron US\$ 6.000 millones de financiamiento flexible para estos países; y se duplicó el límite de acceso a los créditos para los países de bajos ingresos.

En cuanto a su papel en la provisión de liquidez internacional, se colocaron US\$ 250.000 millones en DEGs, de los cuales US\$ 100.000 millones se destinaron a países emergentes y en desarrollo, se ratificó la cuarta enmienda que estaba pendiente y se colocaron US\$ 33.000 millones en DEGs entre los nuevos miembros.

Como respuesta a las críticas a la funcionalidad y a los efectos de los SBA se creó la nueva Línea de Crédito Flexible, se desarrollaron nuevos instrumentos de crédito para los países de bajo nivel de ingresos, se están revisando los criterios de asignación de los créditos tradicionales apuntando a una menor presencia de condicionalidades ex-ante y se está trabajando sobre la eliminación de los criterios de desempeño estructural.

Revisando la estructura de gobierno y el déficit de representación del mundo emergente se acordó operativizar la reforma en las cuotas y votos elaborada en 2008, que involucra la rea-

⁴ Frenkel, Damill y Mauricio (2006), por ejemplo, indican que el rol del FMI en la crisis argentina de 2001-2002 y en su superación fue muy negativo. Los autores apuntan a las demandas del FMI de permitir la plena flotación cambiaria en un contexto de corrida contra el peso y amenazas de estallidos hiperinflacionarios, así como a las demandas de reestructuración del sistema financiero, privatización de los bancos públicos y declaración de quiebra de instituciones problemáticas. El FMI también se opuso a la administración cambiaria post-estabilización y no prestó apoyo a la renegociación de la deuda. La abierta oposición a las políticas implementadas por Argentina no solo derivó en la ausencia de nuevo financiamiento sino que implicó que se hiciera efectivo el cronograma de pagos previsto.

signación del 5% de los votos de países sobre-representados a países sub-representados; y se acordó la necesidad de modificar el tamaño y composición del Comité Ejecutivo.

Finalmente, se acordó la necesidad de fortalecer la diversidad del staff del FMI, tanto en lo que hace a una mayor diversidad regional como en cuanto al desarrollo de juicios de diagnóstico y políticas que afronten el problema del sesgo ideológico.

3.2 La Línea de Crédito Flexible

La Línea de Crédito Flexible presenta una importante novedad respecto de los Acuerdos Stand-By: no impone condicionalidades ex post para la asistencia financiera a países con problemas en el frente externo, sino que establece una serie de criterios de elegibilidad ex-ante, definidos por lo que según el FMI son políticas robustas (*sound policies*). Una vez que el otorgamiento de una LCF es aprobado, el país beneficiario puede disponer de cualquier fracción de los recursos comprometidos en cualquier momento dentro del período de vigencia del acuerdo, o tratarlos como un instrumento precautorio. A diferencia de los SBA, en los que los desembolsos eran secuenciales, pautados y sujetos al cumplimiento de las condiciones, el nuevo instrumento no exige condicionalidades y otorga flexibilidad en la disposición del financiamiento. Además, la LCF es renovable, pudiendo ser usada esta opción a discreción del país por un período de seis meses o por un período de doce meses con una revisión al cabo de los primeros seis meses. El período de repago es más extenso (3¼ a 5 años) y el monto de los créditos es más importante y puede ser incrementado durante el período de vigencia del acuerdo, no debiendo exceder acumulativamente el 1000% de la cuota del país beneficiario.

Los elementos novedosos apuntan a subsanar los aspectos más cuestionados de las líneas Stand-By y a dotar de mayor flexibilidad a este instrumento en relación a los créditos tradicionales. Las LCF, sin embargo, no fueron diseñadas para sustituir completamente a los SBA. Si bien no existe una lista de países miembros

que precalifiquen para las LCF y las evaluaciones se realizan sólo una vez que un país solicita este tipo de asistencia, el acceso a la nueva línea es muy restrictivo. Las LCF, según el FMI, fueron diseñadas específicamente para proveer financiamiento de mayor magnitud y de libre disponibilidad sólo a países con *fundamentals* macroeconómicos sólidos, esquemas de política económica fuertemente institucionalizados, y un historial de implementación de políticas robustas y sostenidas, que además incluyen el compromiso de ser mantenidas en el futuro. Por lo tanto, las LCF apuntan a fortalecer la confianza en países con políticas consideradas robustas por el FMI, pero que atraviesan circunstancialmente coyunturas macroeconómicas desfavorables, mientras que los SBA involucran una evaluación crítica de las políticas macroeconómicas en marcha y del marco institucional del país solicitante, que se traduce en la exigencia de reformas estructurales e instrumentación de políticas de ajuste.

Los elevados estándares exigidos por el FMI para que un país sea elegible para una LCF están relacionados con las ventajas asociadas a la flexibilidad de la línea de crédito. El marco de políticas robustas se plasma en una serie de condiciones necesarias, aunque no suficientes, que deben ser satisfechas para que un país sea elegible para una LCF. Los criterios de elegibilidad son:

- a. Posición externa sustentable. El FMI evalúa el grado de sostenibilidad de deuda externa a partir del saldo en cuenta corriente (descontando los pagos netos de intereses) y analiza en detalle los niveles y la composición de la deuda externa; los niveles de reservas internacionales y los niveles y la composición de los activos externos del sector privado. Además, evalúa la relación entre tipo de cambio real efectivo y de equilibrio, y la consistencia entre el régimen cambiario, monetario y fiscal.
- b. Una cuenta capital dominada por los flujos privados. Para realizar este análisis el FMI toma en cuenta la composición de los flujos de capitales y la Posición de Inversión Internacional del país.
- c. Un historial de acceso favorable y estable a los mercados de capitales por parte del sector públi-

co. Se toma como indicador el diferencial entre el spread que paga el país con el de países similares en períodos de shocks globales.

d. Una posición de reservas relativamente elevada (*comfortable*), en los casos en los que se solicita la LCF de modo precautorio. Este ítem se estima a partir de la relación entre reservas e importaciones, deuda externa de corto plazo y base monetaria. También se tiene en cuenta el régimen cambiario vigente en el país solicitante.

e. Finanzas públicas sólidas y una deuda pública sostenible. Para este último requisito se contempla un riguroso análisis, que se realiza siguiendo la evolución de la deuda del sector público no financiero y su sostenibilidad, considerando las necesidades de financiamiento requeridas ante distintos escenarios y stress tests, que consisten en someter al modelo a diversos shocks significativos a fin de testear su reacción en escenarios adversos.

f. Inflación baja y estable, en el marco de esquemas monetarios y cambiarios sólidos. Para este análisis, además del seguimiento de la evolución de los índices de inflación, se toman en cuenta las respuestas anunciadas y realizadas ante shocks inflacionarios en el pasado, el grado de adecuación de los instrumentos de política monetaria para llevar adelante la política monetaria, la transparencia, la comunicación y la contabilidad en la gestión de los objetivos de la política.

g. Solvencia del sistema financiero e inexistencias de amenazas de crisis bancarias/financieras sistémicas. Se considera la evolución de los depósitos, medidas de rentabilidad del sector, calidad de los activos, ratio de capital, análisis del mercado de crédito y de los riesgos de liquidez que enfrentan los bancos.

h. Supervisión efectiva del sector financiero.

i. Transparencia e integridad de las estadísticas. Suscripción al Special Data Dissemination Standard, o alguna evaluación que certifique que se han realizado progresos para alcanzar esos estándares.

Desde su lanzamiento en marzo de 2009 se entregaron tres LCF: a México (US\$ 50.000 millones), Polonia (US\$ 21.700 millones) y Colombia (US\$ 11.000 millones)⁵. En ese mis-

mo lapso fueron concedidos nueve SBA por un total de US\$ 28.800 millones repartidos entre doce países, que se sumaron a los US\$ 60.000 millones asignados en SBA previamente. Estos resultados merecen dos consideraciones. En primer lugar, teniendo en cuenta que tras ocho meses de su lanzamiento las LCF sólo fueron requeridas por tres países, esto sugiere un nivel de aceptación relativamente bajo por parte del mundo emergente, o bien criterios de elegibilidad demasiado exigentes. En segundo lugar, aun siendo pocos los beneficiarios, los montos otorgados tanto en valor absoluto como en porcentaje de la cuota resultan ser muy superiores a los que representan los SBA. En particular, las LCF sumaron US\$ 82.700 millones (en torno al 1000% de la cuota), contra los US\$ 28.800 millones de los SBA (250% de la cuota).

La escasa penetración de la nueva línea de crédito plantea algunos interrogantes, y da lugar a algunas apreciaciones críticas sobre los criterios de elegibilidad pautados. En particular, se pone en duda si estos criterios satisfacen las demandas de mayor apertura en el abordaje conceptual del FMI. Además, la elevada restrictividad de los criterios crea el riesgo de que el lanzamiento de la LCF no sea percibido como un avance desde la perspectiva del mundo emergente. El diseño del LCF parece excluir a aquellos países que optaron, en pleno ejercicio de su soberanía, por combinaciones de tipo de cambio-crecimiento-inflación diferentes de las que el fondo considera adecuadas, lo que implica que el FMI concibe una lógica de desarrollo distinta que en última instancia requiere de una discusión empírica que contribuya a resolver estas cuestiones.

Cabe indicar que pese a que las LCF pretendían limitar la discrecionalidad del FMI, su introducción no significó reducir esta influencia, teniendo en cuenta que este instrumento toma los criterios objetivos de evaluación como condición necesaria pero no suficiente para acceder al mismo. Efectivamente, en los documentos del 7 de Abril, 24 de Abril y 4 de Mayo de 2009 se presentan los fundamentos bajo los cuales

⁵ Valuadas en dólares al tipo de cambio US\$/SDR del 15/12/2009.

el FMI decidió otorgarles las nuevas Líneas de Crédito Flexible a México, Polonia y Colombia. En todos los casos, además del análisis de los datos sobre el desempeño macroeconómico de los países basado en los nueve criterios referidos, se tomaron en consideración una serie de aspectos cualitativos asociados a la implementación de políticas económicas cuya efectividad no ha sido probada. Se pondera especialmente haber implementado esquemas de metas

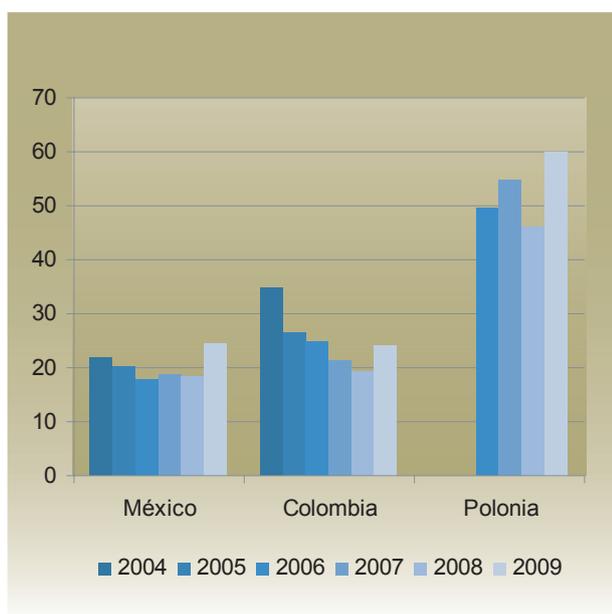
de inflación en México, Polonia y Colombia y también las reformas estructurales adoptadas en Colombia y Polonia, donde además se remarca la voluntad de privatizar las empresas públicas en poder estatal.

Además, como se observa en el Gráfico 1, mientras que en algunos casos el cumplimiento de los criterios de elegibilidad resulta evidente, como en la evolución del peso de la deuda ex-

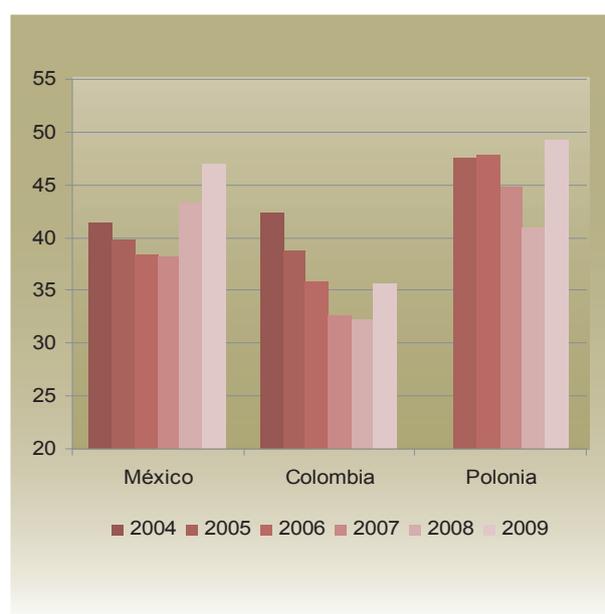
Gráfico N°1

Criterios de Elegibilidad

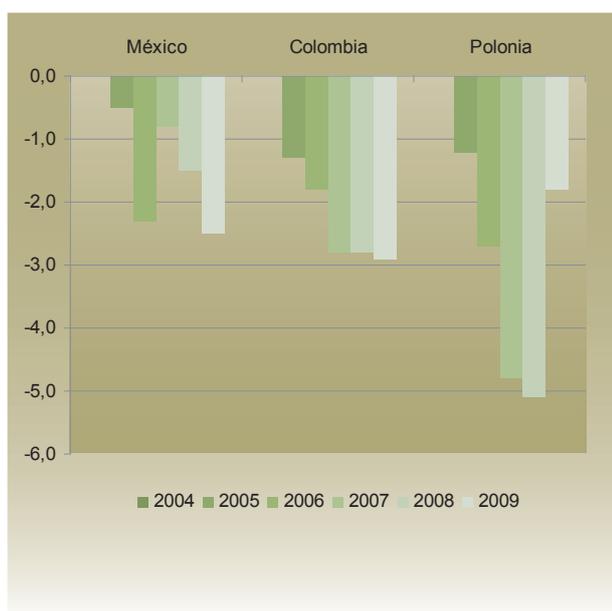
Deuda Externa (% PBI)



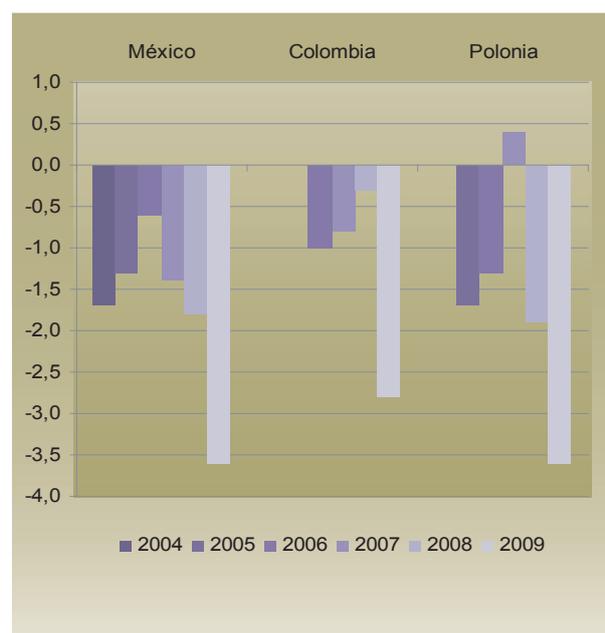
Deuda Pública (% PBI)



Cuenta Corriente (% PBI)



Resultado Primario SPFN (% PBI)



Fuente: FMI

terna en México y Colombia y en la progresión del peso de la deuda pública en el caso colombiano; en otros resulta más difuso. En efecto, en los tres países el resultado en cuenta corriente y el resultado fiscal primario han sido significativamente deficitarios⁶.

4. Reflexiones Finales

La creación de la LCF es un reflejo de la urgencia del FMI de repositonar su rol en el SMI, a la luz de las graves perturbaciones financieras producidas por la crisis financiera internacional. En particular, el nuevo instrumento, surgido en el ámbito del G-20, expresa cierta vocación por parte del FMI de acercarse a las necesidades de los países emergentes y de revertir así parte del descrédito acumulado en los últimos años.

Pese a estas intenciones, esta nota técnica ha señalado ciertos aspectos que sugieren la continuidad del abordaje conceptual tradicional del FMI, que fuera duramente criticado luego de las sucesivas crisis sufridas por los países no desarrollados durante la segunda parte de la década de los noventa. Los criterios de elegibilidad ponen un énfasis desproporcionado en la importancia de la estabilidad nominal, a la vez que restringe los instrumentos de control de la inflación política y socialmente más aceptables. La preferencia del FMI por los regímenes monetarios de metas de inflación es una poderosa señal de esta orientación. Esta posición no resulta inocua, porque al ser la única opción para propiciar la estabilidad de precios, deja con escasas posibilidades de acceder a las LCF a los países que eligen otras combinaciones de política. El FMI también pone una mayor atención al resultado de la cuenta capital que a lo que ocurre en la cuenta corriente, sin penalizar la adopción de esquemas macroeconómicos potencialmente más riesgosos, como lo son aquellos que dependen del financiamiento externo. Finalmente, no siempre resultan transparentes los criterios que aplica el FMI al grado de cumplimiento de algu-

nos de los requerimientos de la LCF, ya que en la práctica los países elegidos no siempre observaban todos y cada uno de ellos.

La escasa penetración que han tenido las LCF sugiere que el reposicionamiento del FMI en relación al mundo emergente requiere de una reformulación más profunda de los criterios que rigen el diseño de los instrumentos y una mayor apertura conceptual. En este sentido, será importante que los países que tienen mayor interés en la reformulación de las instituciones financieras internacionales mantengan la discusión en agenda en el marco del G-20, ya que un eventual contexto de progresiva recuperación de la economía mundial puede tender a quitarle urgencia e interés a estas problemáticas.

Referencias

- Buira, Ariel (2003): "An analysis of IMF conditionality", G-24 Discussion Papers Series, N° 22, Agosto.
- Buira, Ariel (2005): "The Bretton Woods Institutions: Governance Without Legitimacy?", en BUIRA, Ariel (ed.), *Reforming the Governance of the IMF and the World Bank*, Londres, Anthem Press.
- Damill, Frenkel, Mauricio (2006): "Macroeconomic Policy Changes in Argentina at the Turn of the Century". Buenos Aires: Cedes, 2007. 67 p. (Nuevos Documentos Cedes, 29)
- Dooley, Garber, Landau (2008): "Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System" NBER Working Paper No. 14731.
- Frenkel, Roberto (2007): *Current Problems with the IMF*, FES Briefing Paper N°16
- Frenkel y Abervurg (2008): *Los cambiantes roles del FMI y América Latina*. Mimeo.

⁶ Los déficit en cuenta corriente sugieren que las mejoras en los perfiles de deuda externa resultaron fundamentalmente de la apreciación de los tipos de cambio nominales de estos países; mientras que los déficit fiscales indicarían que la reducción de la deuda pública se logró mediante la reducción de las tasas de interés y la mejora de los perfiles de deuda facilitada por los años de abundante liquidez previos a la crisis.

Nivel de Actividad

Nivel de Actividad

Durante el primer trimestre del año se consolidó la recuperación de la actividad económica iniciada a fines de 2009. La favorable evolución de la economía nacional dio por resultado un crecimiento anual del PIB del 6,8% que se plasmó también en una aceleración del ritmo de crecimiento de los valores desestacionalizados respecto del trimestre anterior (3%). La producción de servicios, principal sostén de la actividad económica durante la crisis, mejoró ostensiblemente su ritmo de crecimiento al registrar una variación anual del 6,4%. Por su parte, la producción de bienes aceleró también fuertemente su ritmo de crecimiento recuperando parte del terreno perdido durante la crisis. El incremento de la demanda interna, así también como la recuperación de la demanda de algunos de los principales destinos de exportación explican la favorable evolución de la producción. Finalmente, se destaca la rápida reacción de la inversión, que tras cinco trimestres de caída ininterrumpida volvió a mostrar una evolución favorable.

Demanda Agregada

El primer trimestre del año confirmó el cambio de tendencia en la evolución del principal componente de la demanda agregada, el Consumo Privado, que registró un importante crecimiento del 7,3%. La evolución del consumo reflejó la consolidación del proceso de recuperación de la actividad económica iniciado a fines del año pasado, así también como la efectividad de algunas políticas económicas implementadas durante la crisis entre las que se destaca la Asignación Universal por Hijo (AUH) cuyo impacto sobre los ingresos de un grupo importante de la población favoreció la recuperación del consumo. De esta forma, el consumo privado realizó el más importante aporte al crecimiento de la demanda, siendo responsable de 4,9 p.p. del crecimiento total.

Por su parte, el Consumo Público presentó también una elevada tasa de variación anual (8,4%) y mantuvo el ritmo de crecimiento que acompañó la implementación de la estrategia anticíclica

de respuesta frente a la crisis. De esta manera, el sector público nacional continuó incrementando su importancia entre los componentes de la demanda agregada, y realizó un considerable aporte al proceso de recuperación económica.

Entre los puntos más destacados en la evolución de la actividad económica del primer trimestre del año se destaca la recuperación de la Inversión Bruta Interna Fija que registró un crecimiento anual del 13,1% luego de cinco trimestres consecutivos de variación negativa. La respuesta positiva de la inversión ante la reversión del ciclo económico aportó un dato favorable al proceso de recuperación de la actividad en tanto se trata de una variable que suele responder con un cierto rezago a los procesos de recuperación económica. De esta manera, si bien los niveles de la inversión se encuentran aún en valores inferiores a los del primer trimestre de 2008, la reversión de la tendencia refleja una percepción favorable por parte del sector privado respecto de la sustentabilidad del proceso de recuperación.

La mayor parte de los componentes de la inversión revirtieron la tendencia negativa iniciada con la crisis. El fuerte crecimiento de la demanda de Equipo Durable de Producción (25,5%) fue el principal responsable de la mejora en la evolución de la inversión. Sobresale en este rubro el importante incremento en la compra de equipamiento extranjero que luego de cuatro trimestres de caída ininterrumpida se expandió un 41,6%. También la compra de equipo nacional mostró una evolución favorable, revirtiendo una tendencia negativa de más larga data, aunque con una expansión mucho más modesta. Finalmente la demanda de inversión para la construcción también mostró una evolución favorable, expandiéndose un 5,1%.

La recuperación de la actividad económica se reflejó también en la evolución del comercio exterior argentino, sobre todo en la evolución de las importaciones. Las compras de bienes y servicios en términos reales aumentaron un 30,1% respecto del mismo trimestre del año anterior; pese a la fuerte alza, el nivel de las importacio-

nes se encuentra aún por debajo de los valores de I.08. Por su parte, las exportaciones mantuvieron un ritmo de crecimiento más moderado (4,2%) en línea con la menor caída relativa registrada durante la crisis económica.

Oferta Agregada

La producción de bienes se expandió fuertemente en I.10 (5,8%), mostrando una favorable respuesta hacia el aumento de la demanda y acelerando su ritmo de crecimiento en 4,8 p.p respecto del trimestre anterior. La recuperación de la actividad industrial (8,2%) fue uno de los principales pilares del crecimiento de la producción de bienes al explicar tres cuartas partes del crecimiento. La reactivación de la demanda interna, así como la recuperación de la demanda de exportaciones fueron las principales responsables de la favorable evolución de la industria manufacturera.

Entre los sectores de actividad que mostraron mayor dinamismo se destacan aquellos de fuerte inserción internacional que fueron afectados en mayor medida por la crisis internacional. La industria automotriz y la producción de metales básicos se expandieron 69% y 35% respectivamente¹ en respuesta a la recuperación de las exportaciones y al crecimiento de las ventas internas. Pese a su menor aporte al crecimiento se destacaron por su dinamismo la producción de Caucho y Plástico y Textiles que aumentaron su actividad 20% y un 25% respectivamente. Además, mostraron una evolución favorable la producción de Químicos (5%), la Edición e Impresión (5%), los Combustibles (3%) y los Minerales no Metálicos (3%). Por su parte, el sector de Alimentos y Bebidas que mostró una evolución negativa (-4%) reflejó la menor disponibilidad de insumos para su procesamiento como resultado de la mala campaña del año anterior y algunos inconvenientes de oferta que afectaron a producciones particulares.

En lo referido al nivel de Utilización de la Capacidad Instalada en la Industria (UCI), la misma

acompañó la recuperación de la actividad en el primer trimestre alcanzando niveles generales del 72,9%. De esta forma, la industria funcionó 4,8 p.p. por encima de lo ocurrido en el primer trimestre del año anterior y 2,4 p.p. por encima del promedio de los primeros trimestres del período 2005-2009.

El sector agropecuario mostró también un importante ritmo de crecimiento (5,2%), dejando atrás los malos resultados que las adversas condiciones climáticas impusieron al desempeño del sector en la campaña pasada. La mejora en las condiciones climáticas, la buena respuesta de los productores y la favorable evolución de algunos precios sectoriales auguran resultados record para el sector que comenzarían a expresarse en el segundo trimestre del año.

La recuperación de la producción se verificó también en los otros dos grandes rubros de la producción de bienes: Electricidad, Gas y Agua (6,1%) y Construcción (2%). El primero de ellos acompañó el ritmo de crecimiento general de la actividad, pese a haber mostrado una dinámica positiva durante la crisis. En el caso de la construcción, los datos relevados por el ISAC muestran también una fuerte recuperación de la actividad sostenida en el fuerte incremento del indicador en el mes de marzo. Finalmente, la Pesca y la Minería registraron variaciones negativas (-0,3% y -3,7% respectivamente).

Los sectores de actividad dedicados a la producción de servicios aceleraron su ritmo de crecimiento (6,4%) en línea con la continuidad del crecimiento de algunos rubros y el mejor desempeño de algunas actividades asociadas a la producción de bienes. De esta forma, se destaca el crecimiento del Comercio Mayorista y Minorista (8,6%) y la Intermediación Financiera (6,4%), así también como la continuidad en el crecimiento del rubro de Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones (9,6%) (impulsado fundamentalmente por la telefonía), Administración Pública y Defensa (7,2%) y Enseñanza, Servicios Sociales y de Salud (5,6%).

¹ Datos correspondientes al EMI.

PRINCIPALES INDICADORES DEL NIVEL DE ACTIVIDAD	Años			Trimestres				
	2003-07	2008	2009	I-09	II-09	III-09	IV-09	I-10
NIVELES								
PIB nominal (en \$ miles de millones)	564	1.033	1.145	993	1.195	1.169	1.225	1.217
PIB nominal (en US\$ miles de millones)	187	327	307	280	321	305	321	317
PIB nominal p/cápita (en US\$)	4.744	8.046	7.472	6.854	7.820	7.423	7.790	7.675
IIBF val. corrientes (en \$ miles de millones)	121	240	240	207	238	250	263	255
Ahorro nacional bruto val.corrientes (en \$miles de millones)	136	276	s/d	213	299	307	s/d	213
Ventas en supermercados (en \$ millones)	22.484	43.152	50.089	11.438	11.903	12.459	14.289	14.097
Ventas en centros de compras(en \$ millones)	3.971	7.432	8.394	1.544	2.048	2.083	2.719	2.186
Ventas de automóviles (En unidades)	104.993	171.209	146.389	29.895	38.098	40.752	37.644	39.882
Utilización de la Capacidad Instalada en la Industria (%)	71,0%	74,8%	74,0%	70,2%	72,4%	74,8%	78,7%	72,9%
Producción de automotores (En unidades)	345.219	597.086	512.924	71.527	124.579	149.734	167.084	124.377
VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES								
PIB Real	8,8%	6,8%	0,9%	2,0%	-0,8%	-0,3%	2,6%	6,8%
Var. % período anterior, serie desestacionalizada				-0,4%	0,2%	0,3%	1,9%	3,0%
Bienes	10,2%	2,9%	-3,5%	-3,2%	-7,6%	-3,6%	1,0%	5,8%
Producción primaria	4,7%	-1,8%	-12,5%	-10,5%	-23,0%	-6,9%	0,1%	2,6%
Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura	5,9%	-2,7%	-15,8%	-14,1%	-27,1%	-7,3%	0,7%	5,2%
Industria manufacturera	10,4%	4,5%	-0,5%	-1,2%	-1,0%	-3,1%	2,9%	8,2%
Suministro de electricidad, gas y agua	5,8%	3,4%	0,9%	0,3%	0,1%	1,3%	2,0%	6,1%
Construcción	22,4%	3,7%	-3,8%	-3,5%	-4,0%	-4,2%	-3,5%	2,0%
Servicios	7,2%	8,2%	3,2%	4,7%	3,4%	1,6%	3,5%	6,4%
Comercio mayorista y minorista y reparaciones, hoteles y restaurantes	10,4%	7,9%	-0,1%	2,4%	1,0%	-4,5%	0,9%	8,1%
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	12,7%	12,1%	6,5%	7,3%	5,8%	4,7%	8,1%	9,6%
Intermediación financiera, Actividades inmobiliarias empresariales y de alquiler	4,9%	9,3%	3,1%	5,1%	3,4%	2,5%	1,6%	3,8%
Administración pública y defensa, enseñanza, salud y otras actividades de servicios	4,6%	4,9%	4,3%	4,6%	4,0%	4,1%	4,8%	5,8%
Consumo Priv. Real	8,7%	6,5%	0,5%	1,5%	-1,8%	-0,7%	2,9%	7,3%
Consumo Público	4,6%	6,9%	7,2%	6,8%	6,3%	8,1%	7,7%	8,4%
Inversión Real	25,4%	9,1%	-10,2%	-14,2%	-10,7%	-12,7%	-3,4%	13,1%
Construcción	21,6%	4,1%	-3,6%	-2,3%	-4,8%	-5,7%	-1,2%	5,1%
Equipo durable de producción	32,8%	16,3%	-18,7%	-27,9%	-18,6%	-21,3%	-6,6%	25,5%
Exportación de Bienes y Servicios	8,8%	1,2%	-6,4%	-11,8%	3,5%	-17,4%	2,5%	4,2%
Importación de Bienes y Servicios	26,7%	14,1%	-19,0%	-24,2%	-26,3%	-20,7%	-4,1%	30,1%
Ventas en Supermercados	6,4%	26,6%	10,8%	13,5%	13,4%	9,3%	7,8%	13,0%
Ventas en Centros de Compra	17,8%	19,2%	8,1%	-2,5%	4,8%	6,0%	20,7%	34,0%
Ventas de automóviles	52,3%	7,3%	-17,5%	-33,0%	-25,0%	-15,1%	11,0%	49,0%
ISAC	20,1%	4,5%	-2,0%	-1,1%	-4,4%	-4,2%	1,9%	8,5%
Despachos de cemento	20,0%	1,6%	-4,4%	-4,4%	-5,9%	-7,6%	0,6%	6,3%
Ventas de vehículos comerciales	48,9%	11,3%	-28,6%	-41,2%	-35,3%	-35,0%	7,2%	100,0%
Importaciones de Bienes de Capital (En US\$)	57,2%	20,9%	-30,1%	-42,3%	-31,4%	-30,3%	-15,2%	32,3%
EMI	10,2%	5,0%	0,0%	-2,8%	-1,3%	-1,4%	5,3%	9,0%
Producción de automotores	28,8%	9,6%	-14,1%	-42,5%	-23,0%	-18,3%	31,0%	73,9%
Producción de acero crudo	4,5%	2,9%	-27,6%	-41,5%	-42,5%	-27,5%	8,7%	45,2%
Indicador Sintético de Servicios Públicos	13,8%	11,2%	8,3%	8,2%	7,9%	7,3%	9,6%	8,6%
Transporte de pasajeros	9,2%	0,6%	-0,1%	0,7%	-1,9%	-5,1%	5,7%	-1,0%
Telefonía	23,7%	29,0%	22,6%	22,0%	22,4%	23,9%	22,0%	19,8%
Demanda de energía eléctrica	6,1%	2,9%	-1,3%	-0,8%	-2,4%	-0,5%	-1,4%	6,6%
% del PIB 1/								
Consumo privado real, serie desestacionalizada	65,6%	65,4%	65,1%	65,2%	64,9%	65,0%	65,1%	65,2%
IIBF, serie desestacionalizada	19,2%	23,1%	20,6%	22,1%	21,5%	20,8%	20,5%	20,9%
IIBF val. corrientes	20,7%	23,3%	20,9%	22,5%	22,1%	21,4%	20,9%	20,9%
Ahorro nacional bruto val.corrientes	23,4%	26,8%	24,4%	25,7%	24,8%	24,9%	24,3%	s/d
Exportación de Bienes y Servicios	13,9%	13,3%	12,4%	12,8%	12,9%	12,3%	12,4%	12,3%
Importación de Bienes y Servicios	10,9%	14,2%	11,4%	13,2%	12,3%	11,6%	11,4%	12,0%

s/d sin dato disponible

1/ Las participaciones trimestrales corresponden al promedio de los 4 últimos trimestres.

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

Empleo e Ingresos

Empleo e Ingresos

Empleo

En el primer trimestre de 2010, el desempleo recuperó la trayectoria decreciente iniciada en 2004 e interrumpida en el segundo trimestre de 2009 como consecuencia de la crisis internacional. Acompañando la recuperación del nivel de actividad que se verifica desde IV.09, la tasa de desocupación se ubicó en 8,3%, una décima porcentual menos que igual trimestre del año anterior.

Esta mejora estuvo acompañada de una leve caída en la tasa de empleo (de 42,3% a 42,2%, -0,1% p.p.). El descenso de la tasa de actividad fue similar (de 46,1% a 46,0%, también -0,1 p.p.) y produjo el descenso de la tasa de desempleo. De todas maneras tanto la tasa de empleo como la de actividad registraron valores similares al promedio de los últimos tres años.

En el Gran Buenos Aires (GBA) la tasa de desempleo de I.10 se mantuvo en 8,4%, el mismo nivel que en I.09, mientras que en los aglomerados del interior del país descendió 2 p.p. ubicándose en 8,3%. En el caso del GBA la tasa de desocupación permaneció estable porque las tasas de empleo y de ocupación cayeron en forma similar (-0,2 p.p. y -0,3 p.p. respectivamente). En el interior, en cambio, se observó un crecimiento de la tasa de empleo de 0,2 p.p., que resultó superior a la tasa de crecimiento de la tasa de actividad (0,1 p.p.) por lo que el desempleo se contrajo. La tasa de asalariados no registrados continuó decreciendo en términos anuales, alcanzando el 34,6%, 1,8 p.p. inferior a igual trimestre del año anterior.

Por su parte, en el primer trimestre del 2010 la información del Sistema Integrado Provisional Argentino (SIPA), que da cuenta de la evolución del empleo registrado, reflejó un aumento del empleo en el total del sistema de 1,5% anual (equivalente a 104.000 puestos adicionales). Este crecimiento se explica por el aumento neto registrado en los sectores productores de servicios de 2,7% anual (136.000 puestos adi-

cionales) mientras que en los productores de bienes se observó una caída de -1,5% (30.000 puestos). Los dos sectores de mayor crecimiento porcentual (y también en términos absolutos) fueron Administración Pública (6,1% y 77.000 puestos) y los Servicios Sociales (2,8% y 17.000 puestos). Los dos sectores con mayor caída porcentual fueron Pesca (-4,9%) y Material de Transporte (-4,8%), aunque en términos absolutos la Construcción y la Industria Manufacturera fueron los que más contribuyeron a la destrucción neta de empleo (14.000 y 9.000 puestos de trabajo respectivamente).

En lo que respecta a la industria, la Encuesta Industrial Mensual (EIM-INDEC) muestra que el índice de horas trabajadas (IHT) se incrementó 3,0% anual en I.10. El índice de obreros ocupados (IOO) disminuyó un 0,4% anual.

Ingresos

El Índice de Salarios elaborado por el INDEC presentó I.10 un crecimiento de 17,8% anual respecto al mismo período del año anterior. Desagregado por sector, los trabajadores registrados del sector privado presentaron el mayor crecimiento (19,5%), seguidos por los no registrados (18,8%). Finalmente los salarios de los trabajadores registraron un aumento de 12,6%. Por su parte, para el mismo período, el Índice de Salario por Obrero Industrial de la EIM-INDEC registró un crecimiento anual de 28,9%, mientras que el SIPA computó un aumento de la remuneración neta promedio del sistema para el sector privado del 20,7% anual.

El Salario Mínimo promedio de I.10 aumentó 20,9% anual en cumplimiento de la Resolución 2/2009 del Consejo Nacional del Empleo, la Productividad y el Salario Mínimo, Vital y Móvil. Por dicha norma el salario mínimo alcanzó \$1.440 en octubre de 2009 y \$1.500 en febrero de 2010, mientras que durante el primer trimestre del año pasado alcanzaba los \$1.240, valor fijado por la Resolución 3/2008 del mismo Consejo.

PRINCIPALES INDICADORES DE EMPLEO, SALARIO Y POBREZA

Empleo e Ingresos Datos Principales	2003	2007	2008	Año 2009				Año 2010
				1 Trim	2 Trim	3 Trim	4 Trim	1 Trim
1a. Empleo Aglomerados EPH								
Tasa de actividad	45,7%	46,1%	45,9%	46,1%	45,9%	46,1%	46,3%	46,0%
Gran Buenos Aires	47,8%	48,4%	48,0%	48,6%	48,2%	48,7%	49,0%	48,3%
Aglomerados del interior	43,1%	43,4%	43,5%	43,4%	43,2%	43,3%	43,3%	43,5%
Tasa de empleo	37,8%	42,2%	42,2%	42,3%	41,8%	41,9%	42,4%	42,2%
Gran Buenos Aires	39,0%	43,9%	44,0%	44,5%	43,9%	43,9%	44,6%	44,3%
Aglomerados del interior	36,3%	40,0%	40,3%	39,8%	39,5%	39,8%	40,1%	40,0%
Tasa de desocupación	16,9%	8,5%	7,9%	8,4%	8,8%	9,1%	8,4%	8,3%
Gran Buenos Aires	18,2%	9,2%	8,4%	8,4%	8,9%	9,8%	9,1%	8,4%
Aglomerados del interior	15,2%	7,8%	7,3%	8,3%	8,7%	8,2%	7,5%	8,1%
Tasa de subocupación demandante	11,7%	6,3%	6,1%	6,0%	7,5%	7,3%	6,9%	6,6%
Gran Buenos Aires	12,3%	6,9%	6,2%	6,1%	7,8%	7,7%	7,3%	6,6%
Aglomerados del interior	11,0%	6,1%	6,0%	6,0%	7,1%	6,8%	6,4%	6,5%
Tasa de subocupación no demandante	5,4%	2,6%	2,7%	3,1%	3,1%	3,2%	3,4%	2,7%
Gran Buenos Aires	5,9%	2,9%	3,3%	3,8%	3,8%	4,1%	4,3%	3,2%
Aglomerados del interior	4,7%	1,7%	2,0%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,0%
Tasa de asalarización	73,5%	76,4%	76,3%	76,2%	75,9%	76,2%	75,3%	75,9%
% de asalariados no registrados	50,9%	40,4%	37,0%	36,4%	36,2%	36,0%	36,1%	34,6%
1b. Empleo Total Urbano (en miles de personas)								
Población total	33.796	35.428	35.849	36.119	36.222	36.328	36.434	36.549
Población económicamente activa	15.154	16.029	16.164	16.346	16.294	16.429	16.515	16.523
Ocupados	12.612	14.726	14.922	14.983	14.864	14.981	15.175	15.166
Desocupados	2.542	1.303	1.243	1.363	1.430	1.448	1.340	1.357
Encuesta de Indicadores Laborales (1) (2)								
Empleo Total	95,0	125,5	131,2	129,9	128,8	128,7	128,6	130,6
Industria	99,3	133,4	139,0	137,5	136,0	136,2	136,4	138,8
Construcción	72,4	135,1	136,7	129,5	124,3	123,2	122,0	128,3
Comercio y Servicios	94,6	120,1	126,2	125,3	124,7	124,6	124,5	126,2
Encuesta Industrial Mensual (3)								
Índice de Obreros Ocupados	73,3	95,0	97,4	94,5	93,7	93,6	94,0	94,1
Índice de Horas Trabajadas	70,5	91,4	92,2	80,4	86,6	90,6	89,7	82,8
2. SALARIOS								
Índice de salarios (Var % anual)	12,2%	20,6%	25,2%	24,3%	20,5%	17,3%	16,6%	17,8%
Sector Privado Registrado (Var % anual)	19,9%	18,8%	23,0%	22,7%	18,6%	17,0%	16,9%	19,5%
Sector Privado No Registrado (Var % anual)	1,3%	22,3%	33,0%	37,1%	31,2%	25,7%	20,8%	18,8%
Sector Público (Var % anual)	5,3%	24,4%	25,4%	19,0%	16,8%	11,7%	12,4%	12,6%
Índice de salario por obrero industrial (3)	121,6	284,8	356,0	383,4	395,8	422,2	470,1	494,1
3. POBREZA								
Aglomerados EPH (4)								
Población Pobre	50,9%	22,0%	16,6%	13,9%		13,2%		s/d
Gran Buenos Aires	49,3%	21,2%	16,0%	12,4%		12,6%		s/d
Noroeste	62,6%	33,5%	24,5%	20,8%		16,6%		s/d
Nordeste	69,0%	39,0%	30,8%	25,6%		23,5%		s/d
Cuyo	53,2%	19,2%	13,6%	12,2%		13,9%		s/d
Pampeana	46,8%	17,6%	13,7%	13,1%		11,5%		s/d
Patagonia	36,9%	11,5%	8,5%	9,3%		6,4%		s/d
Población Indigente								
Gran Buenos Aires	22,7%	7,0%	4,5%	3,5%		3,1%		s/d
Noroeste	30,8%	9,8%	6,0%	5,3%		3,3%		s/d
Nordeste	39,7%	15,4%	9,7%	7,1%		6,0%		s/d
Cuyo	22,6%	5,8%	3,4%	2,5%		3,5%		s/d
Pampeana	22,3%	5,1%	4,5%	4,7%		4,2%		s/d
Patagonia	16,2%	4,0%	2,8%	3,1%		2,6%		s/d

Notas:

(1) Datos correspondientes al Total de Aglomerados

(2) Base Cuarto Trimestre 2001=100

(3) Base 1997=100

(4) Se considera como año 2007 el promedio entre el Primer semestre y el periodo IV trimestre 2007-Primer Trimestre 2008.

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

Glosario

Población económicamente activa: la integran las personas que tienen una ocupación o que sin tenerla la están buscando activamente. Está compuesta por la población ocupada más la población desocupada.

Población ocupada: conjunto de personas que tiene por lo menos una ocupación, es decir que en la semana de referencia ha trabajado como mínimo una hora (en una actividad económica).

Población desocupada: se refiere a personas que, no teniendo ocupación, están buscando activamente trabajo.

Población subocupada horaria: se refiere a los ocupados que trabajan menos de 35 horas semanales por causas involuntarias y están dispuestos a trabajar más horas.

Población subocupada demandante: se refiere a la población subocupada (por causas involuntarias y dispuestos a trabajar más horas) que además busca activamente otra ocupación.

Población subocupada no demandante: se refiere a la población subocupada (por causas involuntarias y dispuestos a trabajar más horas) que no está en la búsqueda activa de otra ocupación.

Tasa de actividad: se calcula como porcentaje entre la población económicamente activa y la población total.

Tasa de empleo: se calcula como porcentaje entre la población ocupada y la población total.

Tasa de desocupación: se calcula como porcentaje entre la población desocupada y la población económicamente activa.

Tasa de subocupación horaria: se calcula como porcentaje entre la población subocupada y la población económicamente activa.

Tasa de subocupación demandante: se calcula como porcentaje entre la población de subocupados demandantes y la población económicamente activa.

Tasa de subocupación no demandante: se calcula como porcentaje entre la población de subocupados no demandantes y la población económicamente activa.

Tasa de asalarización: se calcula como porcentaje entre la población asalariada y la población ocupada.

Porcentaje de asalariados no registrados: es el porcentaje de asalariados a la que no se le efectúan descuentos jubilatorios.

Finanzas Públicas

Resultado Fiscal, Deuda y Financiamiento

Finanzas Públicas

El Sector Público No Financiero (SPNF) finalizó el I.10 con un resultado primario de \$3.471 millones, lo que implica una disminución de 22,9% en relación a I.09. Por su parte, el resultado financiero se ubicó en \$-1.069 millones y evidenció una reducción anual de \$ 2.020 millones (-212,3%). Este déficit se explica por un incremento del gasto total de 32,5% anual, mientras que los ingresos lo hicieron al 28,2%.

La tasa de crecimiento del gasto primario se aceleró 2,2 p.p. en relación al trimestre precedente, impulsada principalmente por mayores erogaciones en concepto de prestaciones a la Seguridad Social y Transferencias al Sector Privado.

En lo que respecta a los recursos, se destaca la aceleración de los ingresos tributarios (+12,7 p.p. por encima de IV.09), alcanzando 22,4% anual, mientras que las Contribuciones a la Seguridad Social registraron una suba de 23,9% anual, lo que implica una desaceleración de 7 p.p. respecto del trimestre anterior en el que todavía la comparación anual reflejaba la recuperación de los Aportes que antes iban a las AFJP.

Las Rentas de la Propiedad reflejaron la transferencia de utilidades del BCRA y las ganancias del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) de ANSES, aumentando su participación en los ingresos corrientes hasta un 6,9% anual.

En términos del PIB, el resultado primario se ubicó en 1,4% y el financiero en -0,8%. El incremento en los pagos de intereses de la deuda respondió en parte a mayores servicios por los títulos emitidos luego del Canje 2005.

En materia de emisiones de deuda, en I.10 se colocaron US\$ 2.012 millones en moneda extranjera bajo las especies de Bonar X, Discount en dólares con legislación argentina y préstamos del BNA. Por su parte, las colocaciones en pesos sumaron \$ 2.793 millones, divididas entre préstamos del BNA (\$1.938 millones) y letras a otros organismos públicos (\$ 855 millones). Mientras que en I.09 se habían emitido letras intra-sector público por \$ 765 millones y se habían colocado \$ 2.597 millones de Bonar 2016 en pesos, durante I.10 continuaron los avances para concretar el Canje con los tenedores de deuda que no ingresaron al canje del año 2005; el mismo se lanzará durante II.10.

Ingresos

Los Ingresos Corrientes del SPNF se expandieron en I.10 a una tasa anual de 28,2%, apuntalados por la aceleración de los ingresos tributarios que explicaron el 48,1% de la suba total. Por su parte, las Contribuciones a la Seguridad Social se desaceleraron por segundo trimestre consecutivo, explicando el 29,6% del incremento de los Ingresos Corrientes.

En el primer trimestre del año los Ingresos Tributarios registraron un crecimiento del 23,7% anual, lo que implica la suba más pronunciada desde IV.08. Este desempeño de los Ingresos Tributarios se explica por la recuperación del nivel de actividad interno y por una recuperación de los tributos vinculados al comercio exterior¹. Continúan contribuyendo positivamente el efecto de la Ley de Blanqueo de Capitales² y la ampliación de los Impuestos Internos a artículos electrónicos³.

A nivel desagregado, en I.10 el Impuesto al Valor Agregado (neto de devoluciones) exhibió

¹ El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) registró una suba de 6,8% anual en el primer trimestre.

² Ley 26.476/2008.

³ Decreto 252/2009

un crecimiento de 24,4% anual, la mayor suba desde III.08 y 12,7 p.p. por encima del trimestre anterior. El IVA DGI (su principal componente) aumentó 18,7% anual, apenas por encima del crecimiento observado en IV.09. Por otro lado, el IVA recaudado por la Aduana por pagos directos y retenciones se expandió un 36,2% anual, impulsado por el crecimiento de las importaciones y una suba del tipo de cambio nominal. Un elemento particular de la elasticidad ingreso de las importaciones también influye en la disímil variación anual observada entre la recaudación de este impuesto por la DGI y por Aduana: la recuperación registrada este año en la adquisición de bienes de capital, sus piezas y accesorios importados aumentó la recaudación de Aduana y redujo la de DGI. Esto se debe a que estos bienes están alcanzados por el IVA con tasa reducida (10,5%) en Aduana y a quien lo utiliza en el proceso productivo le genera créditos fiscales que descuenta de sus débitos fiscales de IVA DGI.

En lo que respecta a la recaudación en concepto de Impuesto a las Ganancias, la misma aumentó 26% anual en I.10, lo que implica una aceleración de 14,9 p.p. en relación al trimestre anterior. Esta fuerte mejora se explica por el desempeño de los ingresos por retenciones y anticipos de sociedades, en donde incidió positivamente la opción de reducción de anticipos efectuada en 2009 por empresas de envergadura.

Los Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social verificaron un alza de 25,1% anual durante I.10, la menor expansión anual desde III.05. Esta desaceleración se explica por la disolución del efecto positivo causado por la eliminación de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) y la creación del Sistema Integrado Provisional Argentino. A nivel desagregado se observaron subas tanto de los Aportes Personales (+22,8% anual), como de las Contribuciones Patronales (+26,6%, lo que implica un crecimiento de 10,5 p.p. respecto de IV.09). Contribuyó positivamente el alza de la remuneración total promedio del sistema y del empleo registrado.

Los Derechos de Exportación (D.E.) exhibieron en I.10 una suba de 20,5% anual, y se revirtió de esta forma la tendencia decreciente observada en los últimos doce meses (-0,4%). El alza se explica por la suba del tipo de cambio, y una recuperación en los precios internacionales de los Productos Primarios, las Manufacturas de Origen Agropecuario y en especial de Combustibles, que compensaron la disminución de ciertas alícuotas⁴ y los menores volúmenes despachados en algunos de estos commodities. Los productos que registraron los mayores aumentos fueron Combustibles, Minerales y Semillas y Frutos Oleaginosos.

La recaudación en concepto de Derechos de Importación (D.I.) volvió a mostrar tasas de crecimiento positivas luego de cuatro trimestres consecutivos de contracción. En I.10 los D.I. se incrementaron un 31% anual, explicándose la totalidad de esta suba por un aumento de las cantidades importadas, en especial bienes de capital y sus piezas y accesorios.

Por último, el Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuenta Corriente se incrementó 19,8% anual, impulsado por la recuperación de la intermediación financiera que comenzó en IV.09.

Gastos

Los Gastos Corrientes se expandieron en I.10 un 34,6% anual, por el aumento de las Prestaciones de la Seguridad Social y las Transferencias Corrientes y de Capital, que en conjunto explicaron el 65,8% del incremento en los Gastos Totales.

Por su parte, los Gastos de Consumo y Operación explicaron el 18,5% de la suba del gasto corriente, ante las mayores erogaciones registradas en las Remuneraciones (37,4% anual). En lo que respecta a adquisición de bienes y servicios (+40,4% anual), se destaca la compra centralizada de insumos sanitarios en el marco del Plan Nacional en Favor de la Madre y el Niño y compra de vacunas del Ministerio de Salud.

⁴ Mediante Resolución Conjunta 62/2009 y 79/2009 (B.O. 09/03/2009) se eliminaron los derechos de exportación de los productos lácteos y el derecho adicional fijado para determinados productos del sector.

Las Transferencias Corrientes aumentaron en I.10 un 38,2% anual y explicaron el 32,1% de la suba de los gastos corrientes. En lo que respecta a las Transferencias al Sector Privado, éstas exhibieron un alza de 40,3%, lo que implica una fuerte aceleración en relación a trimestres anteriores. Este desempeño estuvo influenciado principalmente por el incremento de las Asignaciones Familiares (en especial la Asignación Universal por Hijo⁵), transferencias del Tesoro a ENARSA para la compra de gas y la atención del Programa de Ingreso Social con Trabajo.⁶

Durante I.10 las Transferencias Corrientes al Sector Público se expandieron un 31,6% anual, impulsadas por las transferencias a las provincias que crecieron un 33,6% anual y explicaron el 4,5% de los gastos corrientes.

Finalmente, los Gastos de Capital continuaron expandiéndose (19,0%), aunque a tasas menores a las observadas en trimestres previos. Esto se debió a la caída de la Inversión Real Directa (-7,3%), que aunque por segundo trimestre consecutivo muestra un signo negativo, se mantienen en niveles elevados. La disminución en Inversión Real Directa se explica principalmente

por el menor gasto en las obras hídricas a cargo del ENOHSA y por la menor ejecución de las obras de la Dirección Nacional de Vialidad, en especial las que se encuentran a cargo del Órgano de Control de Concesiones Viales.

En sentido opuesto incide el mayor gasto realizado en el proyecto destinado a la creación de Centros Culturales del Bicentenario en diversas localidades del país, el proyecto Misiones Satelitales de la Comisión Nacional de Actividades Espaciales –donde se destaca la construcción y el lanzamiento del satélite SAOCOM– y la construcción del laboratorio de diagnósticos de enfermedades animales del SENASA.

Las Transferencias de Capital a las provincias también sostuvieron la suba y este trimestre crecieron un 53,3%, por encima del 17,2% registrado en I.09. Contribuyeron positivamente las transferencias en concepto del Fondo Federal Solidario (conformado con el 30% de la recaudación por D.E. a la soja) que empezó a regir en abril de 2009 y las destinadas a financiar obras de infraestructura hídrica y vial en el Norte Grande.

⁵ Decreto 1060/09. La Asignación Universal por Hijo es financiada con los recursos de asignación específica al sistema provisional y la rentabilidad del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES.

⁶ Plan “Argentina Trabaja”, destinado a la generación de empleo organizado y comunitario, a través de la formación de organizaciones sociales de trabajadores –Resolución N° 3.182/09–.

PRINCIPALES INDICADORES DE FINANZAS PÚBLICAS

	2007	2008	2009	I 09	II 09	III 09	IV 09	I 10
1 SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO								
Base caja - En millones de \$								
Ingresos Corrientes	163.801	218.461	260.045	54.426	61.995	62.877	80.748	69.755
Tributarios	109.366	148.560	150.228	32.902	38.971	37.308	41.047	40.279
Contribuciones Sociales	44.721	54.694	77.064	18.966	17.469	21.023	19.606	23.508
Rentas de la propiedad	4.271	8.285	15.750	905	3.843	2.270	8.732	4.055
Otros	5.442	6.923	17.003	1.653	1.712	2.276	11.362	1.914
Gastos Corrientes	134.875	180.903	231.350	46.288	54.723	57.307	73.032	62.301
Remuneraciones	18.615	24.687	33.777	7.624	7.361	9.092	9.700	10.477
Intereses	16.423	17.874	24.417	3.551	5.355	4.525	10.986	4.540
Prestaciones a la Seguridad Social	50.461	64.552	83.240	17.244	21.447	20.119	24.430	22.608
Transferencias Privadas	28.323	45.336	52.476	10.576	12.275	14.341	15.284	14.841
Transferencias Públicas	12.711	15.906	21.245	4.222	4.509	4.979	7.535	5.558
Otros Gastos Corrientes	8.343	12.549	16.196	3.071	3.776	4.252	5.097	4.278
Resultado Económico/ Ahorro	28.926	37.558	28.695	8.138	7.272	5.569	7.716	7.454
Recursos de capital	273	673	169	22	62	37	49	56
Gasto de Capital	19.903	23.576	35.996	7.208	10.020	8.600	10.167	8.579
Ingresos Totales	164.074	219.134	260.214	54.447	62.057	62.913	80.796	69.811
Gastos Totales	154.778	204.480	267.345	53.496	64.744	65.907	83.199	70.880
Resultado Financiero	9.296	14.655	-7.131	952	-2.686	-2.994	-2.402	-1.069
Gasto Primario	138.355	186.606	242.929	49.945	59.389	61.382	72.213	66.340
Resultado Primario	25.719	32.529	17.286	4.503	2.669	1.531	8.583	3.471
2 RECAUDACIÓN TRIBUTARIA NACIONAL								
En millones de \$								
Impuestos	136.982	173.189	189.446	41.469	49.151	48.379	50.446	51.116
Ganancias	42.855	53.646	55.552	11.079	15.906	13.356	15.211	13.965
IVA Bruto	66.659	86.115	91.117	20.929	21.889	24.139	24.159	25.911
IVA Neto de Devoluciones	62.669	80.229	87.386	20.144	20.916	23.239	23.086	25.069
Internos coparticipados	4.717	5.617	6.718	1.615	1.527	1.646	1.930	2.260
Créditos y Débitos en Cuenta Corriente	15.065	19.495	20.561	4.645	5.093	5.274	5.549	5.567
Combustibles (Naftas)	2.538	3.610	4.554	1.032	1.011	1.112	1.399	1.388
Otros	9.138	10.592	14.675	2.954	4.697	3.753	3.271	2.866
Sistema de Seguridad Social	35.331	51.144	75.743	18.598	17.106	20.799	19.240	23.269
Aportes personales	14.323	23.243	28.779	7.059	6.378	7.828	7.513	8.671
Contribuciones patronales	24.175	33.167	40.887	9.969	9.256	11.401	10.261	12.622
Otros	5.274	6.410	6.932	1.653	1.701	1.765	1.813	2.136
Capitalización y rezagos (-)	8.440	11.675	854	83	229	195	347	160
Comercio Exterior	27.468	45.042	39.741	8.584	10.833	9.339	10.986	10.527
Derechos de Importación ¹	7.018	8.986	7.700	1.693	1.781	2.034	2.191	2.220
Derechos de Exportación	20.450	36.055	32.042	6.891	9.052	7.304	8.795	8.307
Total Recursos Tributarios	199.781	269.375	304.930	68.651	77.091	78.517	80.671	84.911
Distribución Institucional								
Administración Nacional	104.525	141.704	145.539	31.905	38.117	36.817	38.701	39.050
Contrib. Seguridad Social	33.706	48.958	72.926	17.905	16.477	20.020	18.524	22.551
Transf. Automáticas a Provincias	54.045	68.809	75.104	16.422	19.711	18.787	20.185	20.472
Otros destinos	7.506	9.904	11.361	2.420	2.786	2.893	3.262	2.838
3 DEUDA²								
En millones de USD								
Deuda Pública Bruta del Sector Público Nacional ³	144.729	145.975	147.119	136.662	140.634	141.665	147.119	
A vencer	139.239	139.636	140.874	130.694	134.438	135.245	140.874	
Atrasos (Club de París y otros)	5.489	6.339	6.245	5.968	6.196	6.420	6.245	
Deuda Pública Bruta del Sector Público Nacional en pesos	68.375	69.318	67.593	61.348	63.961	64.588	67.593	
Deuda Pública Bruta del Sector Público Nacional en moneda extranjera	76.354	76.657	79.526	75.315	76.674	77.077	79.526	
Deuda Externa del Gobierno Nacional	62.132	55.733	55.007	54.398	55.297	54.844	55.007	
En Porcentaje								
Deuda Pública Bruta / PBI	56,1	48,5	48,8	48,0	49,4	49,1	48,8	
Deuda en Moneda Extranjera / Deuda Bruta	52,8	52,5	54,1	55,1	54,5	54,4	54,1	
Deuda a Tasa Variable / Deuda Bruta	26,4	27,0	29,2	32,4	32,0	29,6	29,2	
Deuda de Corto Plazo / Deuda a Vencer	7,5	10,0	10,5	7,1	8,4	8,5	10,5	

1 Incluye Tasa de Estadística

2 Stock al último día del período considerado.

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

Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda y Secretaría de Finanzas.

Resultados Fiscales en Perspectiva

Participó en la elaboración de esta Nota Técnica: Alfredo Iñiguez

1. Introducción

En los últimos cincuenta años se produjeron cambios profundos en las formas de intervención del Estado que, por lo general, tuvieron su correlato en las finanzas públicas. El objetivo de esta nota técnica es analizar las cuentas fiscales desde una perspectiva histórica, identificando dichos cambios y prestando especial atención a la evolución de los resultados fiscales.

Para ello, se aplicará la metodología recomendada en el Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas elaborado por el FMI en el año 2001. Este Manual, cuyas recomendaciones aun no fueron instrumentadas formalmente en la mayoría de los países miembros, permite analizar el desempeño del Sector Público destacando aspectos hasta ahora poco profundizados en la literatura especializada.

En la Sección 2 del trabajo se describen los cambios principales de la nueva metodología del FMI. En la Sección 3 se estudian las cuentas fiscales a partir de dos fuentes de información. Primero, se analiza la cuenta de Ejecución del Sector Público Argentino del Ahorro-Inversión-Financiamiento (AIF) publicada por la Secretaría de Hacienda¹. Esta serie sigue el criterio de devengado del Sector Público Consolidado (SPC), y agrega la ejecución del Sector Público Nacional No Financiero (SPN) y la de los Estados Provinciales. En segundo lugar, se analizan las cuentas del Sector Público Nacional (SPN) de acuerdo a la información obtenida mediante el criterio base caja, con una serie temporal del período 1993-2009. En la Sección 4 se analizan algunas controversias surgidas recientemente en torno a la forma adecuada de registrar ciertos recursos, tales como los DEG asignados por el FMI, las utilidades del Banco Central o las rentas que genera el Fondo de Garantía y Sustentabilidad del ANSES. La Sección 5 completa el trabajo con algunas reflexiones finales.

¹ Ver <http://www.mecon.gov.ar/onp/html/series/Serie1961-2004.pdf>

2. Aspectos Metodológicos

La metodología actualmente empleada para presentar las estadísticas del Sector Público en Argentina sigue las recomendaciones del Manual de Estadísticas en Finanzas Públicas del FMI del año 1986. Este organismo editó en 2001 un nuevo manual que propone varios cambios respecto del anterior, orientados a armonizar la clasificación de las cuentas públicas con los ajustes metodológicos implementados en las cuentas nacionales.

Entre las modificaciones más destacadas se encuentra la incorporación de un balance que mide los stocks con una consistencia entre el stock inicial, los flujos y el stock de cierre, y una nueva clasificación funcional del gasto. Además, el nuevo manual recomienda privilegiar el uso del criterio del devengado en lugar del base caja, un cambio que Argentina adoptó desde hace muchos años.

La consistencia entre stocks y flujos surge al relacionar la medición de los stocks iniciales, llamado Balance de Apertura, con los flujos del período considerado, que se obtendrían mediante el Estado de Operaciones del Gobierno (EOG) y el Estado de otros flujos económicos para obtener el stock final que surgiría del Balance de Cierre.

Los cambios más relevantes a los efectos de este trabajo son dos: por un lado, el tratamiento diferente de las cuentas públicas de acuerdo al empleo del criterio del devengado o el base caja en el actual esquema AIF; por el otro, modificaciones en la clasificación económica del gasto y, menos sustantivas, de los ingresos.

Criterio devengado

Al aplicar el criterio del devengado el AIF pasa a denominarse Estado de Operaciones del

Gobierno (EOG). Este nuevo esquema se subdivide en tres secciones:

1. Transacciones que afectan el patrimonio neto.

2. Transacciones en activos no financieros.

3. Transacciones en activos y pasivos financieros.

En la primera sección se incluye lo que actualmente se denominan Ingresos Corrientes y Gastos Corrientes, que pasan a llamarse directamente Ingresos y Gastos. Tanto en los ingresos como en los gastos se incorporan las transferencias para financiar erogaciones de capital. Por el lado de los ingresos no hay otro cambio significativo. Pero en lo que respecta al gasto se incorpora como partida adicional el consumo de capital fijo, aunque el propio Manual reconoce que “puede ser difícil de medir y de estimar satisfactoriamente” (FMI, 2001, página 44). El saldo de esta sección se denomina Resultado Operativo Neto (Bruto cuando no se considera el consumo de capital fijo). Como estimar este saldo para el total del Sector Público Argentino no es posible, se analizará el Resultado Operativo Bruto.

La segunda sección incluye las transacciones que modifican la tenencia de activos no financieros: activos fijos, existencias, objetos de valor y activos no producidos. En la práctica, en esta sección figuran, neteándose entre sí, los ingresos y gastos de capital; excepto los originados por las variaciones de la inversión financiera dispuesta para fines de política (las que se registran sobre la línea en el AIF) y las Transferencias de Capital. También deberían figurar las variaciones de existencias, pero en Argentina no se dispone de esta información. En consecuencia, en la sección Transacciones en activos no financieros deberá figurar solamente la Inversión Real Directa (IRD) neta de los recursos propios de capital (que incluyen básicamente los ingresos obtenidos por las privatizaciones y otras ventas de activos). El saldo de las dos

primeras secciones sumadas se denomina Préstamo Neto o Endeudamiento Neto (de acuerdo a su signo). Este resultado es similar al actual resultado financiero, descontada la inversión financiera, que en la contabilización actual se encuentra debajo de la línea.

Por último, en la tercera sección se registran las transacciones financieras que modifican las tenencias de activos y pasivos financieros del sector público. En la práctica, en esta sección se incluyen las fuentes y las aplicaciones financieras y la variación de la inversión financiera mencionada en el párrafo anterior.

Por lo tanto, el Estado de operaciones del gobierno tiene dos resultados fiscales analíticamente importantes:

1. Resultado operativo neto/bruto. El resultado bruto equivale al actual Resultado económico o Ahorro más las transferencias netas de capital. Para alcanzar el resultado neto hay que incorporar entre los gastos el consumo de capital fijo (las depreciaciones de capital).

2. Préstamo neto/endeudamiento neto. Equivale al actual resultado financiero descontadas las Inversiones financieras para fines de política.

El Manual también incorpora el Estado de Otros Flujos Económicos, en el que deberían reflejarse las variaciones en los saldos de activos, pasivos y patrimonio neto que no tienen su origen en transacciones, básicamente las ganancias y pérdidas por tenencia. Sin embargo, este Estado no se analiza en detalle en el Manual y no hay práctica en la medición de estos flujos en las cuentas del Sector Público No Financiero en Argentina. A pesar de esta distinción, llama la atención que en el Manual se proponga incluir el Consumo de Capital Fijo y la Variación de Existencias en el EOG, cuando en ambos casos no se trata de transacciones. Si se dispone de otro estado destinado justamente a registrar este tipo de operaciones, no queda claro cual es la razón de incorporarlos en el EOG.

Criterio Base Caja

De acuerdo al nuevo Manual, el Base Caja del AIF pasa a llamarse Estado de Fuentes y Usos de Efectivo. La diferencia más significativa es el cambio en la denominación de las distintas secciones y de los resultados de cada una de ellas. Este Estado se divide en tres secciones con una composición similar a su equivalente empleado en el criterio de devengado:

- **Flujos de efectivo por actividades operativas.** Los ingresos se denominan Entradas de efectivo por actividades operativas y los gastos se denominan Pagos en efectivo por actividades operativas. El resultado de esta sección pasa a llamarse Entrada neta de efectivo por actividades operativas y equivale al Resultado operativo bruto porque entre los pagos no se incluye el Consumo de capital fijo.

- **Flujos de efectivo por inversiones en activos no financieros,** similar a la sección del criterio de devengado, salvo en que se presentan las compras y las ventas por separado. El

resultado se denomina Salida neta de efectivo por inversiones en activos no financieros.

- **Flujos de efectivo por actividades de financiamiento,** con el resultado entrada neta de efectivo por actividades de financiamiento.

El Estado de fuentes y usos de efectivo tiene dos resultados agregados:

- ◆ **Superávit/déficit de efectivo:** entrada neta de efectivo por actividades operativas menos salida neta de efectivo por inversiones en activos financieros. Similar a Préstamo/endeudamiento neto.

- ◆ **Variación neta en las tenencias de efectivo:** superávit/déficit de efectivo más entrada neta de efectivo por actividades de financiamiento. Este resultado no se puede estimar para el SPN.

El cuadro 1 resume los principales cambios explicados.

Cuadro 1
Principales Cambios de la Nueva Clasificación del FMI

Esquema Ahorro Inversión Financiamiento (AIF)	Estado de Operaciones del Gobierno (EOG)	Estado de Fuentes y Usos de Efectivo
Ingreso Corriente	Ingreso. (Incluye Transferencias de Capital)	Entradas de Efectivo por Actividades Operativas. (Incluye Transferencias de Capital)
Gasto Corriente	Gasto. (Incluye Transferencias de Capital y Agrega Consumo de Capital Fijo no Disponible)	Pagos en Efectivo por Actividades Operativas. (Incluye Transferencias de Capital)
Resultado Económico (Ahorro)	Resultado Operativo Bruto. (Incluye Transf. de Capital Neto si Hubiera Consumo de Capital Fijo).	Entrada Neta de Efectivo por Actividades Operativas. Incluye Transf. de Capital
Ingreso de Capital	Adquisición Neta de Activos No Financieros. (Excluye Transferencias de Capital e Inversión financiera. Agrega Variación de Existencias no Disponible Reducción de Existencias Estratégicas) No Disponible	Venta de Activos No Financieros. (Excluye Transf. de Capital y Disminución de Inversión Financiera. Agrega
Gastos de Capital		Compra de Activos No Financieros. (Excluye Transferencias de Capital e Inversión Financiera. Agrega aumento de Existencias Estratégicas No disponible)
Resultado Financiero	Préstamo Neto (+) / Endeudamiento Neto (-). (Excluye Inversión Financiera)	Superávit/déficit de efectivo. (Excluye Inversión Financiera)

3. Análisis de las Cuentas Públicas a lo Largo del Tiempo

A partir de la nueva metodología propuesta por el FMI es posible analizar el desempeño de las cuentas públicas desde una perspectiva histórica. Con la información disponible se realizó una periodización en tres etapas de acuerdo al modelo económico imperante y las formas de intervención del Estado en cada una de ellas:

► **Modelo de Industrialización Sustitutiva de Importaciones (ISI).** Abarca desde 1961 (comienzo de la serie) hasta 1975. El Estado se caracterizó en este período por la ampliación de sus funciones y atribuciones, convirtiéndose en una pieza clave del desarrollo económico.

► **Modelo de apertura financiera (AF).** Abarca el período 1976-2001; su inicio coincide con la crisis del fordismo y el Estado Benefactor en los países centrales y su desenlace con la finalización del plan de Convertibilidad. El proceso de apertura y liberalización financiera fue desmantelando progresivamente los instrumentos de intervención del Estado.

Para analizar mejor este período, se lo subdividió en tres etapas:

La primera llega hasta 1983 y se centró en el desmantelamiento de la ISI a partir una drástica reducción de la protección comercial y la puesta en marcha de una indiscriminada liberalización financiera. Las principales consecuencias fueron la retracción de la industria, la transnacionalización y concentración de la economía, la desigualdad en la distribución funcional del ingreso y el aumento exponencial de la deuda pública.

En la etapa siguiente (1984-89) la política económica no logró tomar una orientación definida, y condicionada por la herencia de la etapa previa no logró dar respuesta a un contexto internacional desfavorable. Esta experiencia concluyó con la profundización de

la desigualdad, el aumento de la informalidad laboral y la hiperinflación.

A partir de 1990 se redefine el rol del Estado mediante la aplicación de la mayoría de las recomendaciones del llamado Consenso de Washington. Con el equilibrio presupuestario como objetivo de política, el Plan de Convertibilidad logró estabilizar los precios con el anclaje del tipo de cambio nominal y una profunda apertura comercial. Al tiempo que se avanzó en la privatización y/o segmentación de los sistemas de salud, educación y jubilaciones, se realizó una reforma tributaria que profundizó la regresividad del sistema y se desregularon todos los mercados, en particular las relaciones laborales. Entre sus consecuencias se destacan una nueva contracción de la actividad industrial, el crecimiento de la concentración y extranjerización de la economía y fundamentalmente el agravamiento de la situación social (desempleo récord, precariedad laboral e incremento inédito de la desigualdad).

► **Modelo productivo con inclusión social:** a partir de 2003 el Estado comenzó a recuperar instrumentos de intervención y a ampliar progresivamente su rol en el desarrollo económico y social. La ruptura del régimen de convertibilidad permitió recuperar el manejo de la política económica. El incremento en la presión tributaria y la apropiación por parte del estado de las rentas extraordinarias agrarias permitieron equilibrar las cuentas del fisco al mismo tiempo que se recuperaba la inversión pública y se expandían las prestaciones sociales. La renegociación de la deuda pública, la política de desendeudamiento y la cancelación de la deuda con el FMI permitió recuperar muchos grados de libertad en la asignación de los recursos del fisco. Mediante la política de ingresos se impulsó el crecimiento del mercado interno con el objetivo de alcanzar el pleno empleo. El incremento del salario mínimo y del haber mínimo jubilatorio, el plan de inclusión previsional, la recuperación de las negociaciones colectivas de trabajo, la creación de la asignación universal

por hijo y la movilidad del haber previsional son las principales medidas que apuntaron en esa dirección.

En lo que sigue se analizará el correlato de cada uno de los modelos de desarrollo presentados en las cuentas públicas.

3.1 Cuentas Fiscales (Criterio Devengado)

Durante la ISI las cuentas fiscales del Estado Desarrollista tuvieron como característica distintiva la elevada proporción del gasto destinado al pago de remuneraciones de los empleados públicos, de prestaciones sociales y de haberes jubilatorios del sistema previsional consolidado. Pese a ello, el resultado operativo bruto fue superavitario en 2 puntos porcentuales (p.p.) del PIB en el promedio del período, aunque con una tendencia a generar déficits en los últimos años.

La inversión pública ganó participación en esta etapa, hasta alcanzar niveles récord para la historia argentina en torno al 10% del PIB en los últimos años, con un promedio de 7% para todo el período. Como la inversión pública superaba al resultado operativo, las cuentas arrojaron en promedio un déficit de -5% del PIB (Endeudamiento neto según la nueva metodología).

En la primera etapa del modelo AF se observa una retracción de los ingresos tributarios, profundizada en los últimos años por el fracaso de la reforma que redujo drásticamente las Contribuciones Patronales a la seguridad social a cambio de una generalización del IVA. En el gasto se destacan dos cambios contrapuestos: la contracción de las Remuneraciones en 2,5 p.p. del producto y el aumento en 2,4 p.p. de los Intereses de la deuda pública, con el récord histórico de 7% del PIB en 1982 por la estatización de la deuda privada y su impacto en los intereses. Estas variaciones con respecto al período anterior tuvieron como correlato una disminución del Resultado operativo que fue relativamente equilibrado (0,3% del PIB para el promedio del período), pero con una tendencia deficitaria en los últimos años, que concluyó con saldos negativos de -4% del PIB en la media de los años

1981-83. La inversión pública fue de 7,5% del PIB para el promedio del período, con un peso cercano al 10% en los primeros años, e inferiores al 6% en los últimos. En consecuencia, en esta etapa se inicia la tendencia hacia la retracción de la inversión pública que se profundizará en los años posteriores.

En el promedio de la primera etapa del modelo AF el Endeudamiento Neto fue de -7,2% del PIB, y por consiguiente este resultado se incrementó en 2,2 p.p. con respecto al período anterior.

En la etapa de la transición democrática (1984-89) no se observaron grandes cambios, con un aumento del gasto de 1 p.p. del producto que arrojó un déficit operativo de -1,1% del PIB. Al interior de la serie se identifica una primera recuperación que permitió revertir el déficit heredado de la etapa anterior, con superávit en los años 1985-86, y una segunda etapa en los años subsiguientes en la que se vuelve al déficit. La inversión pública siguió su trayectoria descendente, situándose en promedio para esta etapa en torno al 5% del PIB. El endeudamiento neto siguió en niveles elevados, aunque levemente inferiores al período anterior, con un -6,1% del PIB para el promedio.

En la última etapa del modelo AF se instrumentaron varias modificaciones tanto en la política impositiva como en la administración tributaria. El IVA se instituyó como el eje recaudatorio del sistema a partir de la universalización de su base imponible y el aumento de más de 50% en la alícuota (aumentó del 13% al 21% entre 1990 y 1995). Por el lado de la administración tributaria, la extensión de los agentes de retención y percepción fue el cambio más destacado. Estas medidas, junto al efecto Olivera-Tanzi en sentido inverso (la mejora de la recaudación por la reducción de la inflación), permitieron un salto en los ingresos tributarios de 5,2 p.p. del PIB en relación a la etapa anterior.

La expansión de los recursos tributarios permitió en la primera parte de la década del 90 acercarse al cumplimiento de uno de los objetivos de política fiscal de la etapa: el equilibrio

Cuadro 2
Sector Público Consolidado Nación- Provincias
 Estado de Operaciones del Gobierno En % del PIB

	Modelo ISI	Modelo Apertura			Modelo Productivo
	1961-1975	1976-1983	1984-1989	1990-2001	2003-2008
Transacciones que Afectan el Patrimonio Neto					
INGRESO	20,2%	18,7%	18,3%	22,4%	29,7%
Impuestos y Contribuciones sociales	16,7%	14,9%	14,8%	20,0%	27,0%
Otras ingresos	3,5%	3,8%	3,5%	2,4%	2,7%
GASTO	18,1%	18,4%	19,4%	23,7%	25,9%
Remuneraciones a los empleados	8,9%	6,4%	7,1%	8,4%	8,4%
Uso de Bienes y servicios	2,4%	2,4%	2,3%	2,1%	2,2%
Intereses	1,0%	3,4%	3,2%	2,5%	2,1%
Subsidios y donaciones*	1,4%	1,9%	2,3%	4,7%	7,6%
Previsión social	4,4%	4,3%	4,4%	5,9%	5,3%
Consumo de capital fijo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros gastos	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%
RESULTADO OPERATIVO BRUTO**	2,0%	0,3%	-1,1%	-1,3%	3,9%
Transacciones en Activos no Financieros					
ADQUISICIÓN NETA DE ACTIVOS NO FINANCIEROS	7,0%	7,5%	5,0%	1,4%	2,2%
Activos fijos	7,0%	7,5%	5,0%	1,4%	2,2%
Otros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
PRESTAMO NETO/ENDEUDAMIENTO NETO	-5,0%	-7,2%	-6,1%	-2,7%	1,7%

* Incluye prestaciones sociales
 ** Si estuviera disponible la información de Consumo de capital fijo sería Neto
 Fuente: elaboración propia en base a datos de Hacienda y al Manual de estadísticas de finanzas públicas 2001. FMI

presupuestario. Sin embargo, la expansión de algunos gastos (remuneraciones, subsidios y previsión social) implicó que sólo se alcanzara el equilibrio en el Resultado operativo, con un endeudamiento neto similar a la incorporación neta de activos no financieros.

En la segunda parte de la década del 90, aunque el equilibrio de las cuentas continuó declamándose como uno de los objetivos capitales de política, se avanzó hacia la profundización del déficit. La reforma previsional devino en el

desvío de recursos genuinos del régimen estatal de reparto hacia los fondos de las AFJP y el Resultado operativo volvió a ser deficitario. Hacia el final de la etapa, a este elemento se sumó la recesión originada en la lenta agonía de la convertibilidad que llevó este saldo negativo al -6,1% del PIB en 2001. Al mismo tiempo, la Adquisición Neta de Activos Financieros continuaba con su tendencia decreciente, originada principalmente por la retracción de la Inversión Real Directa y por la privatización de empresas públicas², hasta llegar a los niveles más bajos

² Como la Cuenta de Inversión del Sector Público Nacional no incluye los ingresos por privatizaciones se incorporó a la serie lo registrado en el AIF base caja por este concepto.

de toda la serie cercanos a 1% del PIB en los años 1999, 2000 y 2001³.

En el total, pese a las iniciativas para equilibrar las cuentas públicas, el modelo AF registró un Resultado operativo algo más deficitario (-1,3% del PIB) al de la etapa anterior, y el Endeudamiento neto se redujo a la mitad (-2,7% del PIB) por la drástica reducción de la inversión pública desde 5,0% a 1,4% del PIB.

Finalmente, en el modelo Productivo la reconfiguración del rol del Estado se vio reflejada en cambios significativos respecto del modelo anterior. Del lado de los ingresos, se produjo un crecimiento de 7 p.p. del producto en la presión tributaria, consecuencia principalmente de la incorporación de los Derechos de Exportación y la mayor recaudación del Impuesto a las Ganancias y del Impuesto a los Débitos y Créditos Bancarios. Como el gasto no se expandió en igual magnitud, se logró una reversión del resultado operativo, con un superávit promedio de 3,9% del PIB.

A su vez, la expansión de la inversión pública hasta el 2,2% del PIB no impidió que el período registrara un saldo positivo (Préstamo neto según la nueva jerga), de 1,7% del producto para el promedio, que también fue positivo en todos los años considerados. En toda la serie, no se había registrado siquiera un sólo año con préstamos netos.

A lo largo del período la incorporación de Activos no financieros tuvo una tendencia creciente hasta alcanzar proporciones cercanas a 3% del PIB en los últimos años. El aumento de la inversión tuvo como correlato una contracción del resultado Préstamos Netos que para el año 2008 fue prácticamente equilibrado (0,2% del PIB).

3.2 Cuentas Fiscales (criterio Caja)

A diferencia del análisis precedente, con el Base caja el estudio se circunscribe a la información

³ El año 2002, con 0,7% del PIB, no fue incluido por tratarse de un año de transición. En los hechos, sin embargo, es claro que ese año refleja parte de las consecuencias de la etapa de Convertibilidad.

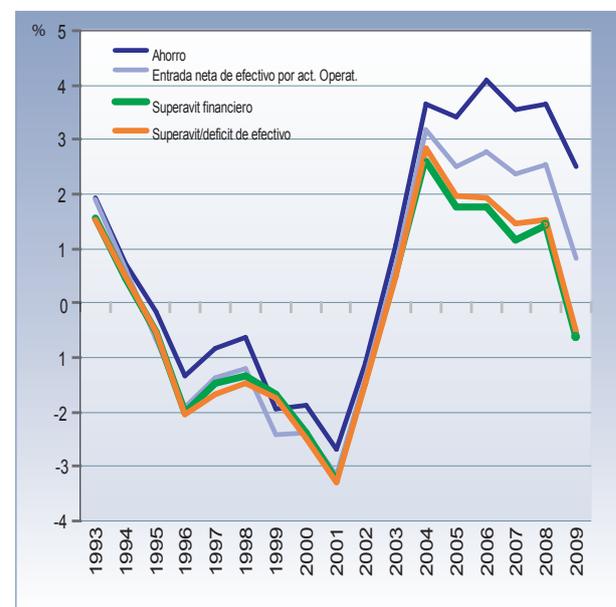
⁴ Incluye a la Administración Nacional, PAMI, Fondos Fiduciarios, AFIP y Empresas públicas según metodología internacional. Para homogeneizar la serie se excluyeron las transferencias automáticas a provincias en los años en que figuraban.

del Sector Público Nacional⁴. El período analizado es más corto, y abarca la última etapa del modelo AF -la convertibilidad- y el modelo Productivo.

Durante la convertibilidad las cuentas públicas son deficitarias en -1,2% del PIB en promedio. Este saldo resulta de Pagos superiores a las Entradas en efectivo por actividades operativas. En los Flujos por inversiones en activos no financieros el drástico constreñimiento de la inversión real directa derivó en que las compras de activos no financieros representaran 0,3% del PBI en promedio. Al mismo tiempo, la privatización de empresas públicas generó ingresos que prácticamente netearon a las compras de activos y por consiguiente casi no se registraron salidas de efectivo por inversiones en activos financieros. Por lo tanto, el déficit de efectivo fue muy similar al de las actividades operativas.

Gráfico 1
Evolución de los Resultados Fiscales del SPN. Criterio Caja.

En % del PIB



Fuente: elaboración propia en base a datos de Hacienda y al Manual de estadísticas de finanzas públicas 2001. FMI

En esta etapa se observa que en la fase expansiva las cuentas del SPN fueron superavitarias por el alza de la presión tributaria. Luego, el desvío de recursos a las AFJP y la crisis del Tequila revirtieron este resultado. A partir de 1995 el saldo de las cuentas públicas se vuelve deficitario, situación que no se revierte durante la recuperación de 1996-1998, y que se profundiza durante la recesión que comienza en 1999 hasta el colapso del modelo.

Desde la puesta en marcha del modelo productivo la mejora en la recaudación contribuyó a

recuperar el superávit, que se mantuvo durante todo el período hasta el año 2008. El resultado operativo se sostuvo entre un 2 y 3% del PIB y el superávit de efectivo fue superior al 1% del PIB en todos los años. En 2009, la crisis internacional y la aplicación de una política contracíclica significó un déficit de efectivo, aunque la Entrada neta de efectivo para actividades operativas mantuvo un saldo positivo.

La performance reseñada se alcanzó al mismo tiempo que se recuperaban funciones y atribuciones del Estado que habían sido dejadas de

Cuadro 3

Sector Público Nacional No Financiero Estado de Fuentes y Usos de Efectivo Metodología FMI 2001 para Base Caja

En % del PIB

	Modelo Apertura 1993-2001	Modelo Productivo 2003-2009
Flujos de Efectivo por Actividades Operativas		
Entradas de efectivo por actividades operativas	13,6%	19,0%
Impuestos	8,0%	13,0%
Contribuciones sociales	4,3%	4,5%
Donaciones	0,1%	0,2%
Otras entradas	1,2%	1,3%
Pagos en efectivo por actividades operativas	14,8%	16,9%
Remuneraciones a los empleados	2,4%	2,3%
Compras de Bienes y Servicios	0,8%	0,8%
Intereses	2,2%	1,8%
Subsidios	1,8%	3,7%
Donaciones	1,5%	2,4%
Prestaciones sociales	6,0%	5,7%
Otros pagos	0,0%	0,2%
Entrada neta de efectivo por actividades operativas	-1,2%	2,1%
Flujos de efectivo por inversiones en activos no financieros		
Compras de activos no financieros	0,3%	0,7%
Activos fijos	0,3%	0,7%
Existencias estratégicas		
Objetos de valor		
Activos no producidos		
Ventas de activos no financieros	0,2%	0,0%
Activos fijos	0,2%	0,0%
Existencias estratégicas		
Objetos de valor		
Activos no producidos		
Salida neta de efectivo por inversiones en activos no financieros	0,1%	0,7%
Superavit/deficit de efectivo	-1,2%	1,4%

Fuente: elaboración propia en base a datos de Hacienda y al Manual de estadísticas de finanzas públicas 2001. FMI

lado en el modelo anterior. Lo más destacado fue el aumento de la inversión pública, que partió de niveles prácticamente nulos, hasta superar el 1% del PIB en 2008. Si se incluyeran las transferencias de capital a provincias (hubo una política explícita de coordinar la realización de las obras públicas con los gobiernos subnacionales), la relación alcanza el 2,8% del PIB en 2009. La nueva metodología incluye estas transferencias en el rubro Donaciones. Esta partida pasa en promedio del 1,5% al 2,4% del PIB entre modelos, y alcanza el 3,2% del PIB en 2009. También se expandieron los subsidios (subvención de tarifas, promoción de actividades productivas, planes sociales, asignaciones familiares, etc.)⁵ que pasaron del 1,8% del PIB al 3,7% entre promedios, y llegan al 5,1% en 2009. Además, el pago de jubilaciones y pensiones, si bien se redujo levemente en la comparación entre promedios (de 6,0% a 5,7% del PIB), indica una evolución creciente: comenzó alrededor del 5% del PIB en los primeros años; llegó a 6,2% en 2007 con los aumentos en el haber mínimo; y alcanzó el 7,3% del PIB en 2009 gracias al plan de inclusión previsional y la ley de movilidad de haberes.

4. Controversias

Recientemente se difundieron críticas respecto de imputaciones contables reflejadas en los ingresos corrientes. En particular, se cuestiona la inclusión en las cuentas del ejercicio 2009 de las utilidades del Banco Central, la renta del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de ANSES y los Derechos Especiales de Giro (DEG). A continuación se aclaran las razones de estas imputaciones.

Utilidades del BCRA

Las utilidades del BCRA se traspasan al Tesoro en cumplimiento de la Carta Orgánica del BCRA, tal como se viene realizando desde su aprobación en 1992 mediante la Ley 24.144. El texto original del Artículo 38 de la Ley sancionada por el Congreso expresaba: “*Las utilidades realizadas y liquidadas se afectarán prio-*

ritariamente a la capitalización del banco. Las utilidades que no sean capitalizadas se utilizarán para el fondo de reserva general y para los fondos de reserva especiales hasta que los mismos alcancen el cincuenta (50) por ciento del capital del banco. Una vez alcanzado este límite las utilidades no capitalizadas o aplicadas en los fondos de reserva, deberán ser transferidas libremente a la cuenta del gobierno nacional. Las pérdidas realizadas por el banco en un ejercicio determinado, se imputarán a las reservas que se hayan constituido en ejercicios precedentes y si ello no fuera posible afectarán al capital de la institución, *en cuyo caso el gobierno nacional deberá hacer el aporte correspondiente para restituirlo durante el año fiscal siguiente*”.

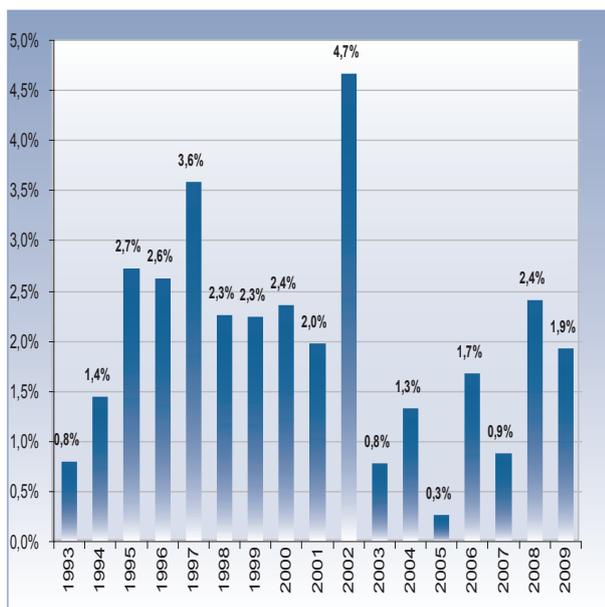
Sin embargo, la primera oración y la última parte del artículo (en cursiva en el texto) fueron observadas por el Artículo 13 del Decreto N° 1.860/92 de promulgación. Finalmente, mediante la Ley 25.562 de febrero de 2002, se reemplazó la redacción de este artículo por la siguiente: “Las utilidades que no sean capitalizadas se utilizarán para el fondo de reserva general y para los fondos de reserva especiales, hasta que los mismos alcancen el cincuenta por ciento (50%) del capital del Banco. Una vez alcanzado este límite las utilidades no capitalizadas o aplicadas en los fondos de reserva, deberán ser transferidas libremente a la cuenta del Gobierno nacional”.

En el nuevo Manual del FMI, al definir qué fuentes deberán considerarse dividendos, se aclara que este recurso debe registrarse entre los ingresos: “los dividendos comprenden todas las distribuciones de utilidades por parte de corporaciones a los accionistas o propietarios, incluidas las utilidades de los bancos centrales transferidas a las unidades de gobierno, las utilidades derivadas de las funciones de autoridad monetaria desempeñadas fuera del banco central y las utilidades transferidas por las loterías estatales” (página 67).

Si bien no se dispone de una serie homogénea

⁵ En la clasificación del nuevo manual se distingue entre subsidios a familias (Prestaciones sociales) y a empresas. La información disponible no permite la desagregación.

Gráfico 2
Rentas de la propiedad del Tesoro.
 En % Ingresos corrientes



Fuente: elaboración propia en base a datos de ONP, Secretaría de Hacienda.

de las utilidades del BCRA transferidas al tesoro, la información de las rentas de la propiedad del Tesoro aporta una aproximación de su evolución desde la aprobación de la Carta Orgánica⁶. Como se observa en el Gráfico 2, estos recursos tuvieron en buena parte de la década de los '90s una participación en los ingresos corrientes superior a la de los últimos años. La mayor proporción corresponde al año 2002, con 4,7% de los ingresos corrientes del SPN.

Fondo de Garantía de Sustentabilidad

Con respecto al Fondo de ANSES, en 2009 se imputaron en los ingresos corrientes de las Instituciones de la Seguridad Social \$7.755 millones. Este monto no refleja la totalidad de la variación patrimonial del Fondo, que es varias veces superior. En su determinación se excluyeron las variaciones originadas en la ganancia por tenencia de activos y en consecuencia se respeta la metodología prevista en el nuevo Manual del FMI. Si se elaborase el Estado de Otros Flujos Económicos deberían reflejarse allí las variaciones originadas en la tenencia de activos

(aumento en la cotización de títulos públicos y acciones, principalmente).

Derechos Especiales de Giro

En el caso de los DEG, éstos corresponden al monto asignado por el FMI a la República Argentina en su carácter de país miembro. En el año 2009 el FMI dispuso una asignación general de DEG hasta US\$ 250.000 millones entre sus miembros, de los cuales correspondieron a nuestro país US\$ 2.460,4 millones. A su vez, también en 2009, entró en vigencia la Cuarta Enmienda del Convenio Constitutivo del FMI que dispuso una asignación especial complementaria de DEG de US\$ 33 mil millones, de los cuales le correspondió a nuestro país US\$ 207 millones.

El BCRA recibió estos DEG a cuenta y orden del Gobierno Nacional y en consecuencia le transfirió al Tesoro el equivalente en pesos: \$9.341 millones en 2009 y \$787 mil en 2010, tal como se detalla en las notas técnicas del Balance 2009.

Como informara el FMI, “las asignaciones de DEG proporcionan a cada país miembro un activo sin costo. Si las tenencias de DEG de un país miembro superan su asignación (por ejemplo, si adquiere DEG de otro país miembro) obtiene intereses sobre el exceso; por otra parte, si mantiene menos DEG de los asignados, pagará intereses por el monto faltante a la tasa de interés oficial del DEG” (Glenn Gottselig, Boletín del FMI, agosto de 2009). Esto es, la percepción de los DEG no generó un pasivo al Estado argentino y sólo existiría un pasivo contingente por los intereses (no por el capital) en el caso hipotético que se resuelva desprenderse de ellos traspasándolos a un tercer país. Por consiguiente, no se puede objetar que los DEG se hayan computado, primero, en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos y, luego, como Ingresos corrientes del Sector Público Nacional. El propio FMI define que no se deben registrar los pasivos contingentes, cuya magnitud, por otra parte, sería imposible de determinar.

⁶ En el año 2009 las utilidades del BCRA explican el 1,7% de los ingresos corrientes y el resto de las Rentas de la propiedad el 0,2%.

En consecuencia, las tres fuentes de ingreso analizadas determinan un aumento del activo que no conlleva una disminución de otro activo ni un aumento de un pasivo. Por lo tanto, se trata de recursos genuinos y corresponde que se registren entre los ingresos corrientes de la Administración Nacional. Ni las utilidades del BCRA ni la rentabilidad del Fondo de ANSES son, a su vez, recursos extraordinarios. El primero, como vimos, se transfiere de la forma y en las proporciones previstas por la Carta Orgánica del Banco Central. El segundo es el resultado de una decisión de política reciente, la recuperación de un sistema único y estatal de previsión social. Esto no lo transforma en un recurso extraordinario, sino en una nueva fuente de ingresos para el fisco. Por otra parte, como no se registran las ganancias por tenencia, tampoco deberán reflejarse, si las hubiere, las pérdidas ante caídas en las cotizaciones de títulos y acciones, garantizándose de esta forma ingresos recurrentes surgidos de la rentabilidad obtenida de los préstamos y las colocaciones a plazo.

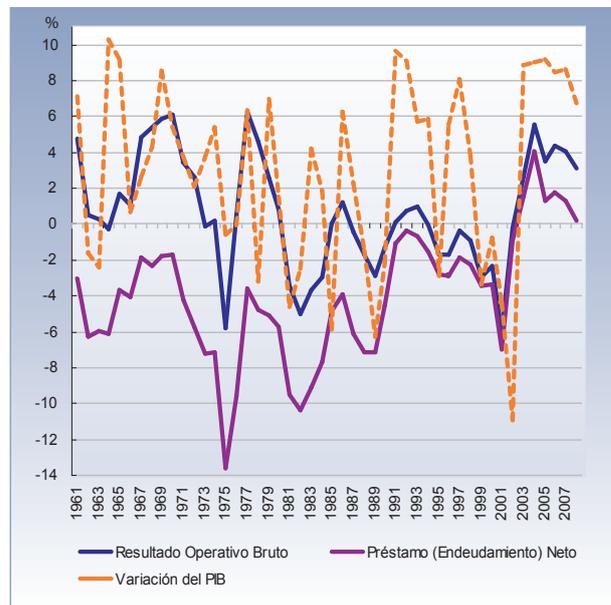
El único recurso entre los analizados que puede ser definido como extraordinario es el proveniente de la transferencia de DEG por parte del FMI. Justamente, la decisión de este organismo se correspondió con la instrumentación de una medida excepcional como respuesta a la crisis internacional reciente.

5. Reflexiones Finales: Resultados Fiscales y Ciclo

Los resultados de las cuentas públicas están influenciados por el ciclo económico, en algunos casos como consecuencia de la aplicación de políticas fiscales contracíclicas y en otros por las propias fluctuaciones en la presión tributaria de un sistema impositivo eminentemente procíclico.

En el modelo ISI, cuando la economía crecía el resultado operativo era superavitario, y cuando entraba en un valle se acercaba al equilibrio. En este período, el endeudamiento se destinaba a financiar un elevado nivel de inversión pública. En 1975, durante la transición entre la ISI y la AF, el deterioro de las cuentas públicas (origi-

Gráfico 3
Resultados fiscales del Sector Público Consolidado
En % del PIB



Fuente: elaboración propia en base a datos de Hacienda y al Manual de estadísticas de Finanzas Públicas 2001. FMI

nado en la retracción de la presión tributaria) no se condijo con la tenue contracción de la economía.

En el modelo AF, después de un primer período con superávit operativo la inestabilidad de la economía terminó por consolidar el déficit; que sólo pudo ser revertido por un breve lapso de tiempo mediante la implementación del Plan Austral. Esa breve etapa de superávit no fue suficiente para alterar el elevado endeudamiento neto. Durante la fase expansiva del ciclo de la convertibilidad el resultado operativo tendió al equilibrio; pero con la crisis del Tequila dicha tendencia se revirtió. Al mismo tiempo, el ajuste de la inversión pública y la privatización de las empresas públicas devino en una reducción del endeudamiento, aunque en ningún año alcanzó para equilibrar el resultado. Con la recesión iniciada a fines de 1998, las cuentas públicas profundizaron su deterioro, hasta alcanzar en el año 2001 el mayor déficit operativo de todo el período analizado. En el año 2002, de transición entre este modelo y el siguiente, tanto el resultado operativo como el endeudamiento mejoraron drásticamente y terminaron levemente deficitarios, colaborando para que se produzca la ma-

yor retracción de la economía argentina desde el año 1900.

La recuperación de esta profunda crisis inauguró el modelo productivo, que permitió revertir la situación y consolidar una fase expansiva que tuvo como correlato la recuperación del superávit operativo después de ocho años seguidos con déficit. También se logró en este período, por primera vez en cincuenta años, obtener préstamos netos, resultado que perduró positivo durante seis años consecutivos. Mientras se garantizaban cuentas públicas robustas se inició la recuperación de la inversión pública, que para el año 2008 se había triplicado en relación a los últimos años del período precedente.

En el modelo anterior los gobiernos que se sucedieron se propusieron alcanzar el equilibrio fiscal mediante la minimización del Estado y el ajuste de la inversión pública, pero aun así fracasaron en el intento. Paradójicamente, las cuentas se equilibraron cuando se cambió el rumbo con un nuevo modelo para el cual el superávit

dejó de ser un objetivo para transformarse en un instrumento. La obtención de nuevas fuentes de ingresos permitió alcanzar y consolidar este resultado al mismo tiempo que se recuperaban y redefinían funciones y atribuciones del Estado.

Referencias bibliográficas

FMI. Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas 2001. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual/esl/index.htm>

Glenn Gottselig. El FMI inyectará US\$ 283.000 millones de DEG en la economía mundial para complementar las reservas. Boletín Digital del FMI. 28 de agosto de 2009. <http://imf.org/external/spanish/pubs/ft/survey/so/2009/pol082809as.pdf>

Oficina Nacional de Presupuesto. Sector Público Argentino no Financiero. Cuenta Ahorro – Inversión – Financiamiento 1961-2004. <http://www.mecon.gov.ar/onp/html/series/Serie1961-2004.pdf>

Precios

Precios

Precios Internacionales de Materias Primas

El índice general de materias primas relevado por el FMI avanzó 4,7% en marzo de 2010 frente al valor de diciembre del año anterior y marcó una fuerte recuperación del 45% en términos anuales, aunque se trata de una comparación contra un período en que había alcanzado un mínimo relativo por efecto de la crisis.

En el análisis por producto, en el período de diciembre 2009 a marzo 2010 la soja cayó 8%, pasando de US\$ 379 a US\$ 349 por tonelada. El aceite de soja no varió en el mercado de Chicago, pero la harina retrocedió 15% en dólares, y hubo variaciones menores para el aceite de girasol (-2,5%). El precio del trigo cayó un 7% y la carne bovina aumentó un 20%. El maíz mostró un retroceso desde US\$ 165 en diciembre hasta US\$ 159 en marzo. El petróleo tipo WTI (crudo de referencia en Argentina) aumentó desde US\$ 76 por barril en IV.09 hasta US\$ 79 en el I.10.

En el período de diciembre a marzo el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) disminuyó un 6,4% en dólares y un 5,1% en pesos, debido a una leve suba del tipo de cambio nominal. La evolución de los precios de los exportables argentinos resultó desfavorable porque ciertos alimentos con gran participación en el índice (cereales y oleaginosas) retrocedieron. No obstante, si la comparación se realiza contra el primer trimestre del 2009, el IPMP avanzó casi un 11,0% en dólares y un 17,3% en pesos.

El nivel promedio del IPMP del primer trimestre resultó levemente superior al de los años 2007 y 2009, constituyéndose así en el segundo mejor registro de las últimas décadas, aunque por debajo del record de 2008.

Precios Mayoristas

El Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) registró una suba anual del 13,8% en marzo de 2010, cifra que significó una leve

aceleración con respecto al 10,3% de fines del 2009. En comparación con marzo de 2009 el IPIM creció casi el doble, ya que en aquél mes todavía se sentían en la economía argentina los efectos de la crisis financiera internacional.

Mientras que los productos primarios del IPIM crecieron un 17,0% anual en marzo, impulsados por los precios de la ganadería, las manufacturas locales aumentaron un 13,4%, y los bienes importados 7,8%. Las manufacturas locales aceleraron su tasa de aumento en unos cuatro puntos porcentuales entre diciembre y marzo.

El precio promedio del ganado bovino en pie en el Mercado de Liniers fue de \$ 4,95 por kilo vivo en el I.10, con una fuerte suba del orden del 50% frente al IV.09. La variación se debió a una conjunción de factores: lluvias del final del verano, retención de vientres aumento del consumo, etc.

Precios Minoristas

La inflación minorista experimentó una leve aceleración en el primer trimestre. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) subió un 9,7% anual en marzo, frente al 7,7% de diciembre de 2009. La aceleración fue responsabilidad de los bienes, cuyos precios se incrementaron un 12,1% anual –unos 4,5 puntos más que a fines del año pasado-. Por el contrario, la tasa de suba de los servicios se redujo en 2 puntos porcentuales, hasta un nivel del 5,8% anual en marzo. Por grupos de precios, los estacionales avanzaron 16,3% en marzo pasado, –especialmente frutas y verduras e indumentaria-, mientras que los regulados lo hicieron 4,5%. La inflación subyacente, por su parte, fue del 10,2%, mostrando un incremento de 3,6 puntos frente a diciembre, alza explicada por los precios de carnes y lácteos.

El análisis del IPC por capítulos muestra que los mayores aumentos en marzo de 2010 correspondieron a Indumentaria (13,8%) y Alimentos

y bebidas (13,5%). En el otro extremo, los capítulos de Vivienda y Servicios Básicos (4,4% anual en marzo) y Transporte y Comunicaciones (5,3% anual) fueron los que registraron las menores alzas.

Costo de la Construcción

El Índice del Costo de la Construcción (ICC) aumentó 12,5% anual en marzo de 2010, lo que implicó una reducción de 1 punto porcentual frente al mismo mes de 2009. No obstante, en comparación con diciembre del año pasado, la tasa del ICC avanzó 1,5 puntos porcentuales.

La reciente aceleración se manifestó en los tres componentes del índice, aunque en niveles fue mayor en los precios de la mano de obra, cuya tasa de aumento aumentó 17,2% en I.10. El otro gran componente, los materiales, mostró un alza del 8,6% anual.

Precios Implícitos del PIB

El Índice de Precios Implícitos (IPI) del Producto Bruto Interno del I.10 aumentó un 14,8% anual, lo que significó una aceleración de más de 5 puntos frente al mismo período del año anterior. Los precios de los bienes crecieron un 18,6% anual –en particular los de la agricultura y ganadería, que aumentaron más del 50%-, mientras que en el caso de los servicios la variación resultó del 13,4%.

Analizando el índice por sus componentes, se destaca la variación de los precios de las exportaciones, que aumentaron 15,8% anual en I.10, cuando en el mismo período de 2009 habían re-

trocedido -0,7%. En el resto de los componentes de demanda agregada hubo cambios más moderados: el IPI del consumo privado –el componente más importante por su ponderación- se incrementó 10,5% anual en el I.10, dos puntos menos que en igual período de 2009. Los precios de la inversión bruta interna subieron un 8,9% anual (contra un 13% en el primer trimestre de 2009), mientras los del consumo público se desaceleraron hasta un 18,2% anual (frente al 22,8% del año anterior).

Tipo de Cambio Nominal y Real

El tipo de cambio nominal (TCN) promedio del primer trimestre del 2010 fue de 3,84 pesos por dólar, lo que implicó un aumento del 8,4% con respecto a igual período del año anterior. En el caso del TCN contra el euro, entre enero y marzo de 2010 fue de \$5,31 por unidad, cayendo -5,7% contra el trimestre previo. Por su parte, el precio del real fue \$2,13 por unidad en el primer trimestre de este año, retrocediendo levemente frente a la paridad observada en octubre-diciembre de 2009.

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 una suba del 13,4% anual en marzo último. No obstante, en comparación con diciembre de 2009 retrocedió un 2,7%. Esta última baja se debió a la reciente caída del euro frente al dólar. El trimestre finalizó así con una paridad de 1,35 dólares por euro, lo que marcó una reducción de diez centavos frente a la cifra de diciembre de 2009.

Principales Datos de Precios	Tasas de variación anuales					
	2003 - 2009	I 09	II 09	III 09	IV 09	I 10
IPIM	8,7	7,1	5,6	6,8	10,3	13,8
Primarios	8,2	4,8	5,5	8,9	16,5	17,0
Manufacturados	9,4	8,3	6,5	6,9	9,5	13,4
Importados	4,1	4,8	-2,6	-0,7	-0,7	7,8
ICC	15,3	13,6	11,0	7,8	11,0	12,9
Materiales	11,6	9,2	5,1	4,7	6,1	8,6
Mano de Obra	20,3	17,9	16,9	10,5	16,0	17,5
IPC	7,9	6,3	5,3	6,2	7,7	9,7
Bienes	7,2	4,7	3,6	5,4	7,6	12,1
Servicios	9,0	9,0	8,0	7,4	7,9	5,8
Estacionales	6,6	7,3	7,7	8,7	11,3	16,3
Regulados	5,5	8,9	8,6	9,0	10,1	4,5
IPC Resto	8,5	5,4	4,1	5,1	6,6	10,2
Alimentos y bebidas	8,1	1,7	0,7	3,4	5,9	13,5
Indumentaria	9,3	13,7	12,6	12,8	12,6	13,8
Vivienda y servicios	8,0	5,0	2,7	2,5	4,0	4,4
Equipamiento del hogar	6,5	5,9	6,9	6,1	6,3	8,0
Salud y atención médica	8,4	10,8	9,0	9,6	9,6	9,9
Transporte y comunic.	6,5	11,6	10,9	11,4	11,7	5,3
Esparcimiento	7,2	6,4	5,4	3,3	5,9	9,1
Educación	12,4	12,2	11,1	12,2	14,3	11,3
Otros Bienes y Servicios	7,6	6,2	5,5	3,1	4,7	4,7
Ind. Precios Implícitos PIB	11,5	9,6	8,7	10,9	10,7	14,8
Consumo Privado	10,7	12,4	11,8	11,8	10,9	10,5
Inversión	10,1	13,0	11,2	11,8	8,0	8,9
Consumo Público	17,5	22,8	17,1	14,7	14,6	18,2
Exportaciones	8,2	-0,7	2,5	3,0	7,2	15,8
Importaciones	4,2	9,6	4,1	7,3	3,0	5,6
Agricultura Ganadería	10,0	-21,7	7,3	-0,9	28,7	54,1
Pesca	8,3	-8,5	27,4	-9,2	-11,7	-17,9
Minería	7,6	-1,5	8,3	12,1	18,3	33,0
Industria	10,0	10,8	10,9	16,1	9,9	11,2
Electricidad Gas Agua	8,5	9,2	16,3	5,6	2,7	-2,5
Construcción	15,9	14,5	10,1	7,8	10,7	12,8
Comercio	10,4	15,6	15,0	16,1	12,8	9,5
Restaurantes Hoteles	14,0	16,7	6,9	3,4	5,3	10,6
Transporte Comunicaciones	7,8	3,9	1,3	-1,3	2,1	9,8
Intermediación Financiera	10,2	14,8	27,0	22,8	23,6	18,5
Inmobiliarias Alquiler	12,5	15,7	11,0	11,1	9,3	10,3
Administración y Defensa	20,1	26,5	20,1	17,5	16,2	22,9
Educación y Salud	18,3	25,1	16,1	12,8	9,7	18,4
Otros Servicios	14,7	23,3	25,7	20,1	13,3	12,3

Fuente: INDEC

Evolución Reciente de los Precios Internacionales: Causas y Respuestas de Política

Participó en la elaboración de esta Nota Técnica: Fabio Klitenik

Introducción

A mediados de 2007 la cotización de los principales commodities aceleró fuertemente su ritmo de crecimiento. El alza de precios se articuló sobre una fase positiva de más larga data que dificultó inicialmente la identificación de los fundamentos de la nueva dinámica de precios. Durante el pico de julio de 2008 las cotizaciones de los principales productos alcanzaron registros récord: el barril de petróleo superó los US\$ 140 y la tonelada de soja se acercó a los US\$ 600. Poco tiempo después, la crisis financiera desatada tras la quiebra de Lehman Brothers puso fin al ciclo alcista y desencadenó el derrumbe de los mercados de materias primas. En dicho contexto, la evolución de los precios de los commodities impactó fuertemente sobre las economías importadoras y exportadoras de estos productos e indujo importantes respuestas de política económica.

La presente Nota Técnica se propone analizar las principales causas y consecuencias del proceso de aceleración de precios, complementando la Nota Técnica del IET número 66 correspondiente al cuarto trimestre de 2008 (capítulo Precios). El trabajo se inicia con una primera sección orientada a describir los rasgos generales del proceso inaugurado en 2004. En el siguiente apartado se presentan algunas de las más salientes explicaciones propuestas por la literatura especializada. La tercera sección analiza las respuestas de política económica adoptadas por los países afectados, y la cuarta y última sección presenta las principales conclusiones.

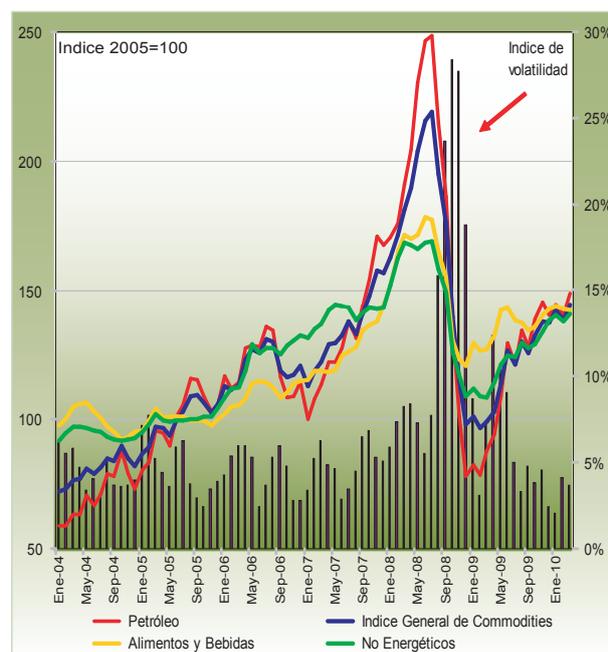
1. Evolución Reciente de los Precios Internacionales

Los precios de las materias primas alcanzaron sus máximos niveles históricos a mediados de 2008. El proceso acompañó un largo período de crecimiento de la economía mundial dentro del

cual se destacaron los grandes países emergentes (en particular China e India). Recientemente, la profundización de la crisis financiera internacional a partir de mediados de 2008 dejó sentir sus efectos sobre los mercados de commodities, transformando a los precios de las materias primas en uno de los más importantes canales de propagación de la crisis. De esta manera, en el segundo semestre de 2008 el precio del petróleo se derrumbó un 50%, mientras que las restantes materias primas redujeron su valor un 30%.

El Gráfico 1 ilustra lo sucedido con los principales grupos de commodities. Las subas hasta mediados de 2008 se expresaron con mayor intensidad en la cotización del petróleo, que presentó un mayor ritmo de crecimiento respecto del resto de los commodities. El precio del crudo también fue el que exhibió la mayor reducción durante el proceso simétrico de caída de los precios internacionales. Como se ilustra

Gráfico 1
Índices de Precios de Materias Primas y Volatilidad
Base 2005=100



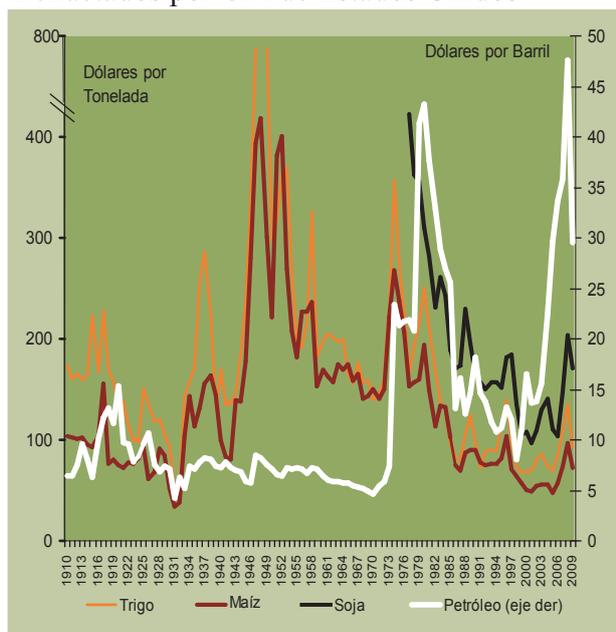
Fuente: FMI

en el mismo gráfico, esta burbuja de precios se vio acompañada de un marcado aumento en la volatilidad de las cotizaciones (calculada como el cociente entre el desvío standard y la media móvil centrada de cinco períodos), que aumentó desde una media histórica del 5% al 25% a mediados de 2008. Hacia mediados de 2009, una vez superados los peores momentos de la crisis internacional, los niveles de volatilidad en los precios de los commodities se estabilizaron en torno a sus niveles históricos.

Superados los peores momentos de la crisis, los precios de la mayoría de los commodities se ubicaron en el primer trimestre de 2010 entre un 40% y un 50% por encima de los niveles nominales de 2005. Así, el ciclo de alza y derrumbe de los precios internacionales arrojó un saldo positivo para los países exportadores de materias primas, que obtuvieron importantes ganancias de términos del intercambio, de ingresos de divisas y de mejoras fiscales.

En lo que refiere a la evolución de los valores deflactados, el Gráfico 2 muestra que los niveles actuales del trigo y el maíz ajustados por el índice de precios al consumidor de Estados Uni-

Gráfico 2
Precio Histórico de Commodities
Deflactados por CPI de Estados Unidos

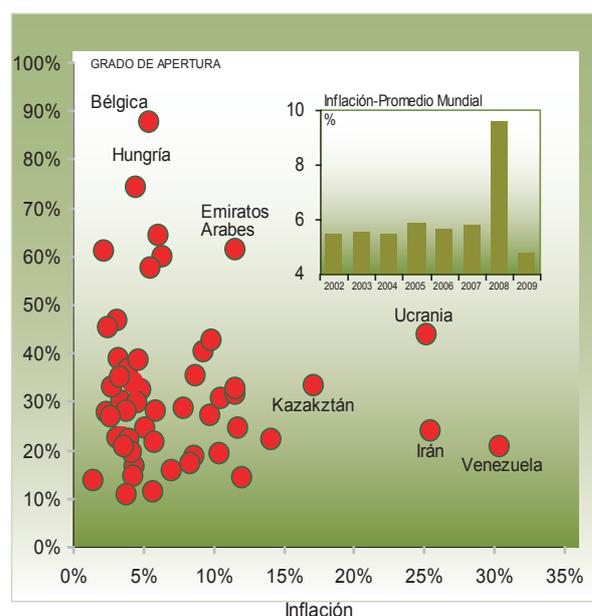


Fuente: elaboración propia en base a Ferreres (2005), FMI y Bureau of Labour Statistics (USA).
CPI: 1982/1984:100

dos (CPI) se encuentran en niveles levemente inferiores a los de principios del siglo XX. En el caso de la soja, los datos disponibles muestran precios inferiores a los de la década del '70, aunque similares a los de la década del '80 y del '90. En el caso del petróleo, en cambio, los precios de 2008 resultaron ser máximos tanto en términos nominales como reales. Más aún, las proyecciones a largo plazo de la USDA indican que el precio del petróleo ascendería progresivamente hasta los 100 dólares por barril en 2019. Entretanto, se espera que los precios del trigo, el maíz y la soja se mantengan en los niveles actuales (USDA 2010).

Como consecuencia de la burbuja de precios la inflación se aceleró en todo el mundo, pasando de un rango del 5% al 6% entre 2002 y 2007 a casi 10% en 2008. Los rubros de alimentos fueron los que más afectaron a los índices de precios al consumidor, con aumentos del orden del 20% en promedio a nivel mundial, dando lugar al proceso denominado "agflation". La inflación afectó tanto a países con un importante grado de apertura (medida como el cociente del promedio de exportaciones e importaciones sobre el PIB) como a países de menor inserción interna-

Gráfico 3
Inflación y Apertura. Año 2008
Muestra de 53 Países Seleccionados



Fuente: FMI y World Trade Organization

cional. Aun cuando las economías más cerradas son las que experimentaron mayores tasas más altas de inflación en 2008 (Venezuela, Irán), y que algunas economías abiertas exhibieron baja inflación (Malasia, Bélgica, Hungría), el vínculo entre apertura e inflación no es generalizado

2. Las Posibles Explicaciones

Las razones de la reciente evolución de los precios han sido profundamente analizadas (Demeke et al 2008, Lustig 2009) y no resulta posible identificar una causa excluyente que explique la totalidad del proceso. En general se puede afirmar que hacia mediados de 2008 se combinaron una serie de factores coyunturales y estructurales que condujeron a los precios hasta niveles máximos históricos. Dentro de estos factores se destacan la abundante liquidez internacional, los bajos niveles de stock en algunos productos clave, las altas tasas de crecimiento en China e India y la afluencia de fondos de inversión a los mercados de materias primas.

La abundante literatura teórica y empírica se concentró en el análisis del fenómeno desde las perspectivas macroeconómica, financiera y comercial. Los temas emergentes de esta literatura pueden agruparse en los siguientes grupos:

- Las tasas de interés internacionales y la política monetaria de Estados Unidos: a fines de 2001 la Reserva Federal de Estados Unidos comenzó a bajar la tasa de los “FED funds”, hasta un mínimo histórico de 1% entre julio de 2003 y junio de 2004. A partir de 2004 comenzó un ciclo inverso, con subas graduales y anticipadas por el mercado hasta septiembre de 2007, cuando nuevamente las tasas se redujeron hasta prácticamente cero en 2008. Este ciclo de política monetaria laxa provocó la expansión de la liquidez internacional y ha sido señalado como uno de los factores explicativos del alza de precios de los commodities. En particular, la baja en la tasa de interés depreció el dólar en relación al euro, generando subas en los commodities debido al rol de numerario mundial del dólar estadounidense (Bastourre et al 2007).

- El aumento mundial del consumo de proteínas vegetales: luego de décadas de altas tasas de crecimiento del PIB per cápita en China, India y el sudeste asiático, se produjeron importantes cambios en la dieta alimentaria de sus poblaciones. Mientras que entre 2000 y 2010 la producción mundial de soja aumentó aproximadamente un 40%, el consumo de aceite de soja en China se triplicó, pasando de tres a diez millones de toneladas. Algo similar ocurrió con el consumo mundial de aceite de palma en India y el resto del sudeste de Asia. Ante el desequilibrio entre la tasa de expansión de la demanda de estos productos y la tasa de crecimiento de la oferta, era esperable una suba de los precios (USDA 2001, 2010).

- Cambios de matriz energética: para diversificar su matriz energética y reducir la dependencia de los combustibles fósiles, Estados Unidos y Europa lanzaron programas de incentivo al uso de biocombustibles. Mientras el precio internacional del petróleo estuvo en torno a los 40 dólares por barril la producción de biocombustibles no era rentable; sin embargo, con el inicio del alza en el precio del petróleo a partir de 2004 el panorama se modificó, incrementando la demanda de maíz (para producir etanol) y soja (para producir biodiesel). De esta manera, el aumento de precios del petróleo se trasladó a los mercados de granos y oleaginosas. Westcott (2007) señala que si bien el aporte del etanol en Estados Unidos al consumo de naftas es reducido (5% aproximadamente) el porcentaje de maíz destinado a la producción de etanol es muy alto (15%-20% aproximadamente) por lo que el desarrollo de la industria del etanol ha tenido un impacto significativo en el mercado del maíz. Schlenker y Roberts (2010) estiman que en los próximos años el etanol demandará el 30% de la producción de maíz de Estados Unidos, por lo que la presión sobre los precios continuará.

La literatura también ha utilizado técnicas econométricas para ayudar a explicar empíricamente las causas del proceso descrito en las secciones precedentes. Bastourre et al (2007)

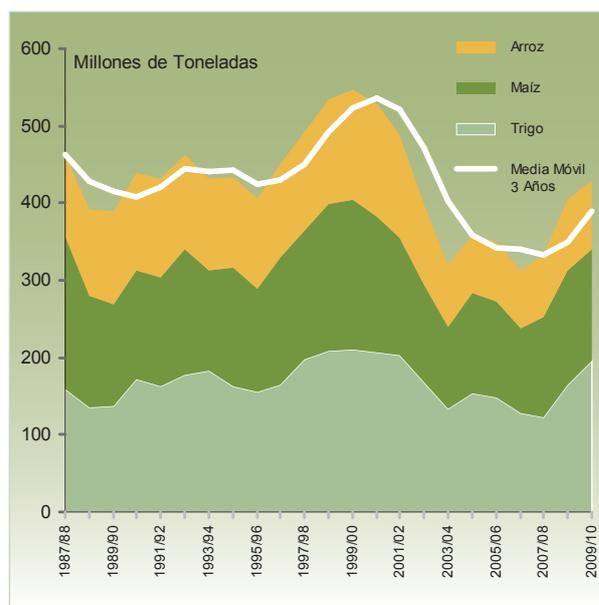
desarrollaron un modelo VECM (vector error correcting model) y detectaron la existencia de cointegración entre la liquidez internacional, el nivel de actividad en China y las variaciones del tipo de cambio real. Roberts y Schlenker (2010) estimaron las elasticidades oferta y demanda de los commodities agrícolas y atribuyeron a la demanda de granos para la elaboración de etanol un 30% del aumento en el precio de los commodities. En otro sentido, Chinn y Coibion (2010) utilizaron un modelo GARCH (General Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) de análisis de residuos para evaluar los comportamientos de los precios futuros de diversos commodities y observaron que mientras que los futuros del petróleo son estimadores generalmente insesgados de los precios realizados, en el resto de los commodities existen divergencias estadísticamente significativas, por lo cual los patrones predictivos sobre trayectorias de precios son sumamente imprecisos y las explicaciones generales resultan relativizadas.

Uno de los argumentos más utilizados para explicar el aumento de precios refiere al alto nivel de crecimiento de China e India, y al cambio en los patrones alimentarios de sus poblaciones. Esta situación habría aumentando la demanda de proteínas y por ende los precios de granos y oleaginosas. Sin embargo, el crecimiento de China a tasas del orden del 10% se remonta a la década del '80, sin que por eso los precios se ubicaran en niveles similares a los de 2004-2008.

Roberts y Schlenker, que atribuyen la máxima importancia al impacto de la utilización de maíz en la elaboración de etanol, señalan que la hipótesis de la burbuja (en el sentido de mera especulación financiera) es incompatible con la caída en los stocks mundiales de la mayoría de los commodities. Según este enfoque, la suba de precios respondía a un cambio en los fundamentales: la demanda creció significativamente, la oferta reaccionó con menos intensidad y los stocks ajustaron a la baja. El Gráfico 4 ilustra la caída referida. Mientras que hacia fines de la década del '90 los stocks mundiales conjuntos de trigo, maíz y arroz eran de aproximadamente 550 millones de toneladas, hacia 2004 apenas superaban los 300 millones, muy por debajo del

pico del año 2000 pero también por debajo del promedio histórico de 430 millones de toneladas. Esta hipótesis parece no ajustarse al caso de la soja, cuyo stock al final de cada campaña sigue una tendencia creciente desde 1996 en adelante.

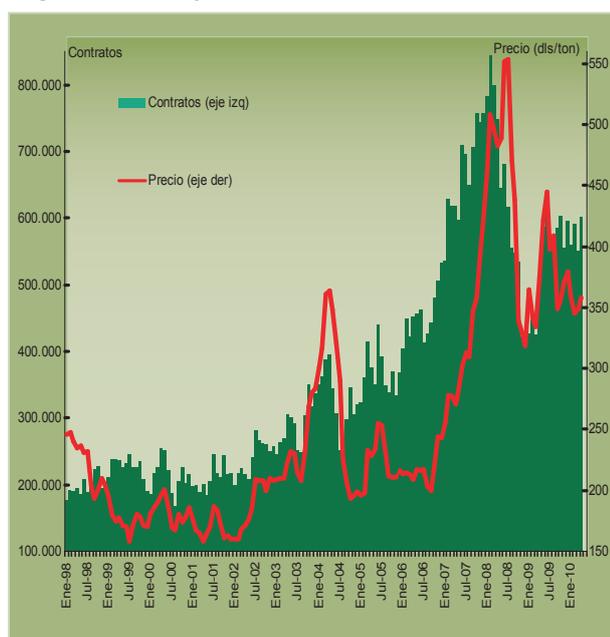
Gráfico 4
Stocks Mundiales al Fin de Cada Campaña
En millones de toneladas



Fuente: United States Department of Agriculture USDA)

Aun así, no debe descartarse la hipótesis de la financialización de los mercados de commodities como responsable de la suba de los precios. La financialización se caracteriza por un proceso de afluencia de fondos de inversión y/o especulativos a los mercados de materias primas que cotizan en mercados autorregulados ante la caída de rendimiento de las inversiones tradicionales (bonos, acciones, divisas). La observación conjunta de la evolución del precio de la soja y la cantidad de contratos registrados por la Comisión de Futuros de Estados Unidos (CFTC) muestra la progresiva afluencia de fondos de inversión a partir de 2003 hasta un máximo de 844 mil contratos en marzo de 2008 y su posterior retirada a partir de junio de 2008, cuando los precios comenzaron a bajar (ver Gráfico 5). De todos modos, se detecta que la recuperación de precios de mediados de 2009 fue acompañada por una nueva oleada de ingresos de fondos de inversión.

Gráfico 5
Soja: Precios y Contratos a Futuro



Fuente: FMI y CFTC

El punto débil de este análisis proviene de la baja influencia de estos fondos especulativos en el mercado físico. Es así que al considerar que el contrato estandarizado de la CFTC es de 5.000 bushells (equivalente a 136 toneladas métricas), los contratos negocian en promedio algo menos del 30% del mercado físico mundial anual (estimado en 250 millones de toneladas en promedio en las últimas cinco campañas anuales) por lo cual su capacidad de incidencia en los precios resultaría relativamente limitada. Al respecto se ha señalado que si bien en 2008 los fondos pueden haber ejercido un rol importante durante la formación de la burbuja, dicho rol habría sido poco significativo fuera de ese período. En el caso del petróleo, mercado en el cual los contratos de opciones y futuros tienen un mayor desarrollo y juegan un rol importante de abastecimiento (y no de mera especulación financiera), la incidencia de los contratos sobre la producción física nunca ha superado el 10%, por lo cual tampoco en este mercado los fondos de inversión habrían resultado un factor determinante de los precios.

3. Respuestas de Política Económica

La mayoría de los bancos centrales del mun-

do interpretaron la *agflation* como un shock de oferta, centrando su objetivo en la inflación subyacente y evitando en un primer momento aumentar bruscamente las tasas de interés para evitar inducir efectos negativos sobre el nivel de actividad económica. Ex-post, la estrategia demostró ser correcta, dada la rápida reversión de las subas de precios a mediados de 2008, cuando la preocupación por la inflación devino en preocupación por mantener el nivel de actividad y evitar la deflación.

Los tipos de cambio ajustaron concomitantemente: entre mediados de 2007 y mediados de 2008, cuando la escalada de precios alcanzaba su máxima velocidad, muchos países apreciaron su moneda. Por ejemplo, el real brasileño se apreció 16% y el peso uruguayo un 18%, con el objetivo de amortiguar el impacto de la “inflación importada”. Mientras el dólar se depreciaba, el TCN del mundo emergente se apreciaba, dinámica que se vio potenciada por el ingreso de capitales al mundo emergente durante el período de suba del precio de los activos. Al desatarse la crisis, el proceso se revirtió debido a la operación de un paradójico “flight to quality”: pese a que el epicentro de la crisis financiera fue Estados Unidos, los flujos de capitales se dirigieron a ese país en busca de seguridad, y el dólar se revaluó en lugar de devaluarse.

Más allá de las respuestas macroeconómicas y los “dilemas” de tasas de interés y tipo de cambio (Lustig 2009), la mayoría de los países recurrieron a políticas específicas orientadas a amortiguar los efectos de la suba de precios internacionales en la estructura de precios internos. Por ejemplo México, especialmente afectado por la suba del precio del maíz (producto básico de su dieta nacional) importó diez millones de toneladas de maíz y experimentó una pérdida de intercambio equivalente a 2.800 millones de dólares (0,3% del PIB de 2007). Otras medidas consistieron en restricciones o aumentos de impuestos a exportaciones (Argentina, Brasil, Ucrania, Serbia, China), reducciones impositivas (Brasil, Dominicana; Castro 2010) y en forma generalizada en los países emergentes se desarrollaron programas de asistencia alimentaria y/o transferencias monetarias¹.

¹ Para un análisis comparativo de los programas asistenciales en América Latina ver Informe Económico Trimestral N° 70.

Cuadro 1
Medidas Adoptadas por País Ante el Aumento de Precios Internacionales

Políticas Orientadas al Mercado Interno			Política Comercial Externa	
Subsidios al consumo	Reducciones Impositivas	Acuerdos, Administración y/o controles de precios	Reducción de aranceles de importación	Restricciones a las exportaciones
Argelia	Azerbaijan	Bangladesh	Azerbaiján	Bangladesh
Bangladesh	Brasil	Belize	Bahamas	Bolivia
Benin	Burkina Faso	Benin	Belice	Brasil
Bolivia	China	Cabo Verde	Benin	Camboya
Brasil	Congo	Corea	Bolivia	Camerún
Camboya	Costa del Marfil	Costa del Marfil	Brasil	China
Camerún	Djibouti	Costa Rica	Cabo Verde	Ecuador
China	Guyana	Djibouti	Camboya	Egipto
Corea	Indonesia	El Salvador	Camerún	Etiopía
Costa Rica	Jordania	Etiopía	China	Guinea
Egipto	Kenya	Jordania	Corea	India
Eritrea	Lesotho	Malasia	Ecuador	Irán
Etiopía	Madagascar	Malawi	El Salvador	Jordania
Filipinas	Marruecos	Marruecos	Filipinas	Kazakztán
Guatemala	Mongolia	México	Gambia	Kenya
Guyana	Mozambique	Pakistán	Ghana	Líbano
Honduras	Dominicana	Santa Lucía	Guatemala	Malawi
India	Senegal	Senegal	Guinea	Myanmar
Irak	Sudán	Sri Lanka	Indonesia	Nepal
Jordania	Surinam	Sudán	Irán	Pakistán
Kenia	Uganda	Togo	Jordania	Serbia
Líbano			Kenia	Siria
Malasia			Líbano	Tanzania
Malawi			Liberia	Ucrania
Mauritania			Libia	Vietnam
Nepal			Madagascar	Zambia
Nigeria			Marruecos	
Pakistán			Mauritania	
Dominicana			México	
Senegal			Nicaragua	
Sierra Leona			Níger	
Tailandia			Nigeria	
Togo			Pakistán	
Vietnam			Perú	
Yemen			Senegal	
			Turquía	
			Yemen	

Fuente: Lustig (2009), Castro (2010).

4. Conclusiones

Los inusualmente altos niveles de precios internacionales observados a mediados de 2008 han sido un fenómeno ampliamente estudiado y discutido sin que se arribara a un consenso respecto de una explicación totalizadora. El repaso

de lo sucedido, como así también la revisión de la bibliografía especializada parece sugerir que el alza de precios fue el resultado de una combinación de causas estructurales y coyunturales que se potenciaron en un período particular del tiempo. De esta manera, cualquier explicación del fenómeno debiera considerar el impacto de

la nueva demanda de granos para la elaboración de biocombustibles (que provocó que los stocks de granos se ubicaran en mínimos históricos); el rol de la abundante liquidez internacional provista por la FED a partir de 2001; y el proceso de financialización de los mercados de materias primas. La combinación de estos factores provee un marco inicial sobre la base del cual podría profundizarse el análisis.

Por otra parte, tras el estallido de la burbuja, el ajuste de los tipos de cambio, las políticas monetarias expansivas y los programas asistenciales focalizados ocuparon el centro del escenario macroeconómico internacional, suavizando la caída del nivel de actividad durante el primer semestre de 2009 y permitiendo una incipiente recuperación hacia fines de 2009. A principios de 2010, los precios se ubicaron nuevamente en niveles cercanos a los registrados con antelación al inicio de la burbuja. Esta situación parece sugerir la persistencia de una dinámica guiada por fundamentals que sostienen la dinámica de precios previa a la burbuja y que continúan presentes pese a los cambios generados por la crisis internacional. Pese a esto, hasta el momento muy poco se ha avanzado en la creación de mecanismos capaces de amortiguar los efectos de los restantes factores que podrían haber impulsado la dinámica de precios observada. Esta situación imprime un manto de incertidumbre sobre la evolución de los mercados de materias primas que seguramente concitará la atención de las futuras investigaciones.

Referencias

Bastourre, Diego - Carrera, Jorge - Ibarlucía, Javier : Commodity Prices in Argentina: What Does Move the Wind? Banco Central de la República Argentina - Universidad Nacional de La Plata. Junio 2007

Castro, Lucio. Impactos y respuestas de política a la inflación de alimentos en América Latina. Documento de Trabajo N°38, CIPPEC, Buenos Aires. Febrero 2010.

CEP-Centro de Estudios para la Producción. El alza de los precios básicos en 2004: ¿De dónde

venimos y dónde estamos?. Síntesis de la Economía Real N°45. Año 2004

Chinn, Menzie - Coibion, Olivier The Predictive Content Of Commodity Futures

Working Paper 15830. National Bureau Of Economic Research. March 2010

Demeke, Mulat, Pangrazio, Guendalina and Maetz, Materne. Country responses to the food security crisis: Nature and preliminary implications of the policies pursued. FOOD AND AGRICULTURE ORGANIZATION OF THE UNITED NATIONS. December 2008

Fanelli, José María. Volatilidad, ciclo y política fiscal en América Latina EUROsocial Fiscalidad. 2009

Ferreres, Orlando. Dos siglos de Economía Argentina. Fundación Norte y Sur. 2005

Lustig, Nora. Coping with Rising Food Prices: Policy Dilemmas in the Developing World

Center for Global Development . Working Paper Number 164. March 2009

Roberts, Michael J. - Schlenker, Wolfram. Identifying Supply And Demand Elasticities Of Agricultural Commodities: Implications For The Us Ethanol Mandate. Working Paper 15921. National Bureau Of Economic Research. Abril 2010

United States Department of Agriculture (USDA). Oilseed: World Markets and Trade

Foreign Agricultural Service Circular Series FOP 04- 10. April 2010

United States Department of Agriculture (USDA). USDA Agricultural Projections to 2019. World Agricultural Outlook Board. 2010

Westcott, Paul. Ethanol Expansion in the United States: How Will the Agricultural Sector Adjust? United States Department of Agriculture (USDA). May 2007.

Sector Externo

Sector Externo

En el primer trimestre de 2010 el saldo del comercio exterior volvió a ser positivo, aunque de menor magnitud que en los trimestres previos. Como consecuencia de la reducción en la magnitud del superávit comercial y del incremento en los giros de utilidades y dividendos al exterior, la Cuenta Corriente arrojó un saldo levemente negativo. La Cuenta Capital y Financiera mostró un ingreso neto positivo, pero que no alcanzó a compensar el déficit en Cuenta Corriente. Consecuentemente, la variación de reservas internacionales fue negativa.

Cuenta Corriente

Tras ocho años de resultados superavitarios en la Cuenta Corriente, en el primer trimestre de 2010 se registró un saldo negativo de US\$ -365 millones. El superávit promedio de los últimos cuatro trimestres se situó en el 3,0% del PBI, 0,7 p.p. por debajo del cociente alcanzado en 2009, que había sido el más elevado de los últimos seis años.

La cuenta Mercancías arrojó un saldo positivo de US\$ 2.638 millones, que no alcanzó a compensar los resultados negativos del comercio de Servicios (US\$ -388 millones) y las Rentas de la inversión (US\$ -2.586 millones). El menor saldo en el comercio de bienes, contrariamente a lo ocurrido en los cuatro trimestres anteriores, fue consecuencia de un aumento anual de las importaciones del 32,7% (se situaron en US\$ 10.560 millones) superior al que registraron las exportaciones, del 10,7% anual (alcanzaron los US\$ 13.197 millones).

No obstante el gran aumento que mostraron las Importaciones, aún no recuperaron el nivel previo a la profundización de la crisis. Los US\$ 11.065 millones importados (a valores CIF) aún se encuentran un 13,9% por debajo del nivel de I.08. La suba, difundida en los diversos usos, fue de mayor magnitud en los Bienes Intermedios (crecieron anualmente US\$ 696 millones,

equivalente a 23,6%), Bienes de Capital (US\$ 639 millones, equivalente a 34,3%), y Piezas y Accesorios para los Bienes de Capital (US\$ 528 millones, equivalente a 35,0%). Estos rubros en conjunto dieron cuenta del 67,7% del incremento de las importaciones. En términos porcentuales, en cambio, los usos más dinámicos resultaron los de Combustibles (53,0%) y Vehículos Automotores de Pasajeros (97,4%). En Combustibles el aumento responde a mayores precios, y en el de automóviles a cantidades, provenientes de Brasil. El conjunto de las importaciones estuvo caracterizada por fuertes aumentos en las cantidades (35,3% para el total) con una pequeña baja de los precios (-1,7%).

Aunque las Exportaciones mostraron una recuperación del 10,7%, después de cinco trimestres de caídas, tampoco recobraron los niveles de 2008. La suba de las exportaciones hasta alcanzar los US\$ 13.198 millones resultó de incrementos en los rubros MOI (36,5% anual), Combustibles (21,0% anual) y Productos Primarios (13,2% anual). Fue el significativo incremento en las cantidades vendidas de MOI (44,5% anual), principal rubro que representó el 37,8% de las exportaciones del trimestre, el que determinó la suba total. Los precios de exportación de las MOI cayeron anualmente un -5,5%. Las MOI estuvieron impulsadas por los embarques biodiesel y de material de transporte. Los otros tres rubros, cuyos precios crecieron¹, presentaron al mismo tiempo reducciones en las cantidades vendidas, pero sólo en el caso de las MOA este signo predominó en la variación del valor, que resultó de un -10,7% anual. La baja más notoria en las cantidades (-36,9%) correspondió al rubro que mostró el mayor aumento de precios, Combustibles y Energía. Fueron importantes también las caídas en los precios de MOA (-17,3% anual) y Productos Primarios. (-6,1% anual).

A nivel producto, la variación total de las exportaciones, que fue positiva en US\$ 1.280 millones, se explicó fundamentalmente por tres par-

¹ Los precios de Combustibles y energía crecieron 91,7%, los de Productos Primarios 13,2% y los de MOA 8,0%.

tidas que dan cuenta del 83,7% del aumento: el maíz en grano, los vehículos automotores para el transporte de personas y el oro no monetario (con contribuciones a la variación del 30,5%, 28,4% y 24,9%, respectivamente). Entre los Productos Primarios se destacaron los aumentos de precios de algunos cereales (trigo y maíz) y frutas frescas; pero también las bajas en las cantidades exportadas de semillas y frutos oleaginosos.

El comercio de Servicios Reales, volvió a exhibir un saldo deficitario, esta vez de US\$ -388 millones en el trimestre, profundizando el desequilibrio del mismo período de 2009 en US\$ -111 millones. En el saldo incidió el mayor crecimiento de los egresos (US\$ 405 millones) que de los ingresos (US\$ 294 millones). A la profundización del déficit en la cuenta de servicios reales contribuyeron el saldo de la cuenta Transportes, que fue un 30,9% más deficitaria que en el I.09, el resultado de los Servicios de Seguros (el déficit se profundizó US\$ -91 millones anualmente) y el pago de Regalías (con un saldo US\$ -38 millones más negativo que un año atrás); compensados parcialmente por la reducción en el desequilibrio de la cuenta Viajes (el déficit cayó US\$ 119 millones anualmente, que representa un -42%).

La cuenta Rentas de la Inversión también profundizó el déficit durante el I.10 (20,0%) al alcanzar US\$ -2.573 millones, US\$ 428 millones más pronunciado que en el I.09. Este resultado fue consecuencia de una mayor contracción en los intereses cobrados (US\$ -161 millones) que en los pagados (US\$ -74 millones), en un contexto de baja de las tasas de interés², pero fundamentalmente se explica por el incremento en los egresos de Utilidades y Dividendos pagados (crecieron US\$ 319 millones anualmente) en relación a los cobrados (aumentaron US\$ 52 millones). Dentro de la cuenta Intereses, se destaca la contracción de los intereses devengados por el Sector Privado no Financiero cuya caída fue de US\$ 145 millones así como los cobrados por el BCRA, que se redujeron de US\$ 116 M a US\$ 34 millones. Las Transferencias Corrientes se mantuvieron en un valor poco relevante

(US\$ -28 millones), muy levemente por debajo del egreso neto de US\$ -26 de I.09. Por último, la cuenta Otras Rentas, de reducido monto, no varió con respecto a un año atrás.

Cuenta Capital y Financiera

La Cuenta Capital y Financiera, con un ingreso neto de US\$ 1.039 millones revirtió el signo de los siete trimestres anteriores. La magnitud de signo negativo de Errores y Omisiones (US\$ -978 millones) contribuyó en gran medida a contrarrestar ese superávit.

El saldo de la Cuenta Financiera alcanzó los US\$ 1.024 millones, que implicaron una reversión de US\$ 4.000 millones respecto al IV.09 y de US\$ 2.169 millones en relación al I.09. La reversión respondió a un ingreso neto de US\$ 975 millones por el sector bancario, debido al endeudamiento por US\$ 640 millones del BCRA con organismos internacionales y bilaterales y US\$ 335 millones del Sector Privado Financiero.

El sector Privado no Financiero, registró un modesto ingreso neto de US\$ 7 millones, producto de egresos en formación de activos externos por US\$ 2.910 M e ingresos por US\$ 2.826 millones, en los cuales incide la inversión extranjera directa (US\$ 1.718 millones) que creció 15% anual, representando el 61% de las entradas. Otros ingresos por financiamiento ascendieron a US\$ 91 millones en el trimestre. En la menor formación de activos externos (cayó US\$ -270 millones) influyó la disminución de Otros Activos en un 11%, compensada parcialmente por un aumento de la inversión directa en el exterior por parte de residentes (US\$ 61 millones).

El flujo de IED en la Argentina fue de US\$ 1.850 millones en el primer trimestre, un 10,8% más que en el I.09, cuando ya la crisis financiera había afectado los movimientos de capitales internacionales. La reinversión de utilidades, principal componente de la IED, con US\$ 1.295 millones, declinó -1,7%, y los Aportes de Capital cayeron -35,4%.

² LIBO en dólares para depósitos a tres meses.

La Deuda Externa Bruta Total a fines de marzo de 2010 asciende a US\$ 118.048 millones, 36,7% del PIB, con un aumento de 0,5 p.p. respecto de fines de 2009. La mayor parte del aumento se verificó en el Sector Privado no Financiero con una suba de US\$ 1.426 millones, debido al financiamiento de proveedores y deuda directa bancaria. También aumentó la deuda del Sector Público no Financiero y B.C.R.A. (US\$ 71 millones) por operaciones con organismos internacionales y, en cambio, disminuyó la del Sector Financiero (sin B.C.R.A.) US\$ 161 millones.

En cuanto al perfil de vencimientos de la deuda externa, la del Sector Público no financiero y del B.C.R.A., que representa algo más de la mitad (52,5%), tiene un 21% de sus obligaciones en el corto plazo y, en cambio, para el Sector Privado no Financiero, con 44,6% del total, este tipo de deuda alcanza al 58,9%.

Reservas Internacionales

Las reservas internacionales siguieron una trayectoria fluctuante, situándose a fin de marzo en US\$ 47.460 millones, lo que implica una reducción de US\$ 304 millones en el transcurso del trimestre, si se incluye el ajuste por cambio en las paridades de las principales monedas por US\$ -204 millones o una merma de US\$ 508 millones si no se toma en cuenta ese ajuste.

La relación Reservas/PIB creció levemente desde el segundo trimestre de 2009 hasta alcanzar un valor de 15% a fines de marzo. Este compor-

tamiento se explica fundamentalmente por la estacionalidad del PIB. En tanto, el coeficiente de cobertura en relación al stock de deuda externa se retrajo levemente, situándose en el 40,2%, como consecuencia de un incremento de la deuda del 1,1% y de una reducción en las reservas de igual porcentaje.

Tipo de Cambio

La cotización del Tipo de Cambio Nominal de referencia del B.C.R.A. (\$/US\$) volvió a subir en el primer trimestre, tras la leve apreciación (1,1%) producida en IV.09. Entre puntas, al comparar los registros del primer y el último día hábil del trimestre (3,80 vs. 3,878), la pérdida nominal fue de 2,1%. En promedio, la variación se suaviza al 0,6% con el trimestre anterior y llega al 8,4% en el año. Mientras que en términos reales, se nota una apreciación promedio en el primer trimestre contra el dólar (-2,1%), el real brasileño (-4,0%) y principalmente contra el euro (-9,5%), utilizando como deflactor el índice de precios al consumidor. En la comparación anual, sin embargo, el peso perdió frente al dólar (1,7%), el real (27%), el euro (6,7%) y el yuan (1,3%). El indicador de Tipo de Cambio Real Multilateral elaborado por el B.C.R.A. mostró una pequeña pérdida de competitividad respecto del cuarto trimestre (del 3,8%), básicamente por la depreciación del euro, pero que no llega a revertir la ganancia en la comparación anual (16,6%), influida por la depreciación del real en ese período.

PRINCIPALES INDICADORES DE SECTOR EXTERNO

	2003 - 2008	2009	Ult. 4 trim	II 09	III 09	IV 09	I 10
1 NIVELES							
En millones de USD							
Cuenta corriente	6.435	11.450	9.587	4.683	3.774	1.495	-365
Saldo comercial (fob - cif)	12.553	16.888	15.415	6.406	3.292	3.585	2.132
Exportaciones (fob) (ica)	46.080	55.668	56.949	15.462	13.799	14.491	13.197
PP	9.701	9.306	9.447	3.027	2.196	1.846	2.378
MOA	15.569	21.212	20.721	5.970	5.409	5.232	4.111
MOI	13.899	18.713	20.046	4.567	4.890	5.598	4.991
Combustible y energía	6.898	6.438	6.736	1.897	1.304	1.816	1.718
Importaciones (cif)	33.527	38.780	41.534	9.056	10.507	10.906	11.065
Bs de cap + partes y accesorios	13.496	15.882	17.049	3.660	4.266	4.601	4.521
Bs Intermedios + comb y lubricantes	14.119	15.187	16.067	3.603	4.268	4.021	4.175
Bs de Cons + vehículos + resto	5.912	7.712	8.418	1.792	1.973	2.284	2.369
Importaciones (fob)	31.909	37.142	39.746	8.700	10.071	10.415	10.560
Saldo Mercancías (fob - fob)	14.171	18.526	17.203	6.762	3.728	4.076	2.637
Saldo Servicios Reales	-945	-703	-812	-7	-444	27	-388
Rentas	-7.368	-9.022	-9.450	-2.060	-2.195	-2.609	-2.586
Intereses pagados	7.125	4.466	4.392	1.150	1.097	1.078	1.067
Utilidades y Dividendos pagados	4.979	7.919	8.238	1.905	1.880	2.245	2.208
Cuenta Capital y Financiera	-1.081	-9.978	-7.813	-4.117	-1.751	-2.984	1.039
Saldo Cuenta Financiera	-1.202	-10.053	-7.884	-4.118	-1.806	-2.984	1.024
Sector Públ No Fin y BCRA	830	-2.133	-2.862	-382	-956	-2.206	682
Sector Privado + EyO	-1.653	-8.048	-6.022	-5.001	-1.062	677	-636
Inversión Extranjera Directa en Argentina (IED)	5.463	7.913	4.189	346	693	1.300	1.850
Variación de reservas	5.732	1.346	775	-699	1.811	-33	-304
Deuda Externa Bruta (saldo a fin de período)	134.666	116.712	118.048	121.540	119.709	116.712	118.048
Deuda Pública + BCRA (saldo a fin de período)	76.050	61.864	61.935	64.179	63.687	61.864	61.935
Deuda Privada (saldo a fin de período)	44.570	54.848	56.113	57.361	56.023	54.848	56.113
Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (Base dic 2001=100)	233,5	269,7	279,6	265,3	284,6	289,9	278,5
TCBR con Brasil (\$/Real) (Base 2001=100)	245,4	303,9	321,1	298,6	326,1	336,6	323,1
TCBR con EEUU (\$/US\$) (Base 2001=100)	194,8	195,4	196,2	197,4	200,4	195,5	191,4
TCBR Eurozona (\$/Euro) (Base 2001=100)	270,3	285,2	289,5	281,9	299,1	302,9	274,0
2 COMO PORCENTAJE DEL PRODUCTO							
En % del PIB							
Cuenta corriente	3,3	3,7	3,4	3,3	3,6	3,7	3,0
Saldo comercial	6,7	5,5	5,2	5,4	5,1	5,5	4,9
Exportaciones (fob)	22,1	18,1	18,7	20,1	18,3	18,1	18,0
Importaciones (cif)	15,3	12,6	13,4	14,7	13,2	12,6	13,1
Importaciones (fob)	14,6	12,1	12,8	14,0	12,6	12,1	12,6
Saldo Mercancías	7,5	6,0	5,8	6,1	5,7	6,0	5,4
Inversión Extranjera Directa en Argentina (IED)	2,5	2,6	1,5	1,9	1,4	1,3	1,3
Cuenta capital y financiera	-0,4	-3,3	-3,0	-3,6	-2,8	-3,1	-2,5
Variación de reservas	3,0	0,4	0,1	-0,2	0,6	-0,0	-0,1
Deuda Externa Bruta	73,5	38,0	38,1	38,2	38,9	38,0	37,4
Deuda Pública + BCRA (saldo a fin de período)	43,7	20,2	20,2	20,2	20,7	20,2	19,6
Stock de reservas 1/	14,4	15,6	14,8	14,4	14,9	14,9	15,0
3 VARIACIONES ANUALES							
En %							
Cuenta corriente		67,0	43,9	518,0	15,8	30,5	...
Exportaciones (fob)		-20,5	18,4	-11,5	-35,3	-4,6	10,7
PP		-42,1	-13,6	-34,9	-58,3	-21,2	6,3
MOA		-11,2	-34,8	3,4	-26,5	-3,1	-10,7
MOI		-15,2	-10,4	-11,9	-23,7	-3,5	36,5
Combustible y energía		-19,5	-4,8	1,8	-42,9	9,9	21,0
Importaciones (cif)		-32,5	-6,7	-40,9	-36,4	-14,4	33,1
Bs de cap + partes y accesorios		-29,7	-21,5	-36,1	-31,0	-11,8	34,8
Bs Intermedios + comb y lubricantes		-38,2	-16,8	-48,6	-43,3	-19,8	26,7
Bs de Cons + vehículos + resto		-24,9	-29,7	-30,5	-29,6	-8,8	42,5
Índice de cantidad de exportaciones		-9,3	-4,5	0,8	-21,5	-0,6	4,5
PP		-31,5	-27,9	-25,6	-50,3	-16,0	-6,1
MOA		1,8	-1,7	21,5	-9,8	1,1	-17,3
MOI		-10,0	5,0	-5,4	-16,5	5,6	44,5
Combustible y energía		17,2	-4,7	82,5	-7,9	-24,1	-36,9
Índice de cantidad de importaciones		-22,6	-10,3	-29,3	-23,0	-5,6	35,3
Bs de capital		-21,8	-9,4	-24,3	-23,6	-8,2	38,5
Bs Intermedios		-19,3	-7,1	-31,0	-17,5	2,1	33,9
Combustibles y lubricantes		-3,8	-1,6	-10,7	1,1	0,1	11,2
Piezas y acces bs de capital		-27,2	-13,8	-37,6	-26,3	-3,1	35,3
Bienes de Consumo		-25,0	-13,1	-29,5	-28,2	-12,5	35,1
Índice de Términos del Intercambio		-0,1	4,7	5,0	-0,1	6,2	7,8
Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral		7,4	13,6	0,9	12,7	25,9	16,6
TCBR con Brasil (\$/Real)		3,5	14,7	-5,8	6,8	38,3	27,0
TCBR con EEUU (\$/US\$)		9,7	9,0	10,7	15,9	8,4	1,7
TCBR Eurozona (\$/Euro)		5,8	9,8	-1,4	13,6	21,8	6,7

1/ Excluye asignaciones de DEGs

FUENTE: INDEC, DNCI, BCRA

Dinero y Bancos

Dinero y Bancos

Agregados Monetarios y Tasas de Interés Pasivas

Durante I.10, los depósitos a plazo en pesos del sector privado mostraron un incremento de \$4.541 millones (+ 7,1%), explicado principalmente por el segmento de más de \$1 millón. Las nuevas colocaciones estuvieron concentradas en depósitos de menos de 60 días de plazo, al tiempo que los depósitos a plazo fijo en moneda extranjera presentaron una leve caída de US\$ 217 millones (- 3,7%).

La estabilidad de las tasas de interés de mercado observada durante el 1º trimestre permitió al BCRA mantener la tasa de interés por pasivos en 9% n.a. La tasa de interés Badlar (por depósitos de más de \$1 millón de corto plazo) acumuló en el período un descenso de 63 puntos básicos (p.b.), mientras que la tasa de interés por plazo fijo minorista (menos de \$100.000) evidenció una caída de 30 p.b. Los depósitos a la vista en moneda doméstica del sector privado mostraron un incremento de \$204 millones (0,2%).

Según el informe de Seguimiento del Programa Monetario del Primer Trimestre de 2010 elaborado por el BCRA, el M2 total se ubicó hacia fines de diciembre en \$197.620 millones, lo que representó un incremento interanual del 18%, ubicándose cerca del punto medio de las bandas establecidas por el programa.

Base Monetaria y Liquidez

La Base Monetaria (BM) experimentó en el I.10 un aumento de \$262 millones, evidenciando un desempeño marcadamente distinto a I.09, cuando se había reducido en \$11.768 millones. Los billetes y monedas en poder del público evidenciaron un retroceso de \$4.084 millones, en tanto que las reservas bancarias (compuestas por efectivo en bancos y cuentas corrientes de las entidades financieras en el BCRA) presentaron un alza de \$4.347 millones.

Los principales factores que tuvieron incidencia expansiva sobre la BM fueron la compra neta de divisas por parte del BCRA, que indujo un incremento de \$4.707 millones en la liquidez doméstica y las operaciones del sector público, que registraron un efecto monetario expansivo de \$2.066 millones. Estos fueron compensados parcialmente por las operaciones de pase con la autoridad monetaria, que conllevaron un retroceso de la BM de \$4.012 millones. En tanto, las colocaciones de Lebac y Nobac continuaron cumpliendo el papel de esterilizar la oferta excedente de pesos, con un efecto monetario contractivo de \$2.228 millones en el trimestre.

Durante marzo, la liquidez amplia de las entidades financieras (efectivo en entidades financieras, saldos en cuenta corriente en el BCRA, pasivos netos y Lebac y Nobac, como porcentaje de los depósitos totales en pesos) se ubicó en un 38,9%, 1,7% por encima del mes de diciembre de 2009.

Préstamos al Sector Privado y Tasas de Interés Activas

Los préstamos totales al sector privado no financiero (en pesos y dólares) continuaron creciendo durante el primer trimestre del año, con un incremento de \$4.081 millones (+2,9%), alcanzando un stock de \$145.945 millones al 31 de marzo, equivalente al 12,2% del PIB.

El crédito al sector privado en moneda doméstica mostró un alza de \$2.640 millones (+2,2%), explicado en mayor medida por la evolución de los préstamos al consumo, que se expandieron en \$2.023 millones (+4,1%). El crédito comercial evidenció una caída de \$17 millones (-0,04%), en tanto que el crédito con garantía real avanzó en \$634 millones (+2,6%).

Por otro lado, el costo financiero evidenció una caída de 100 p.b. en el caso del crédito comercial y 150 p.b. para el financiamiento al consumo. Los préstamos con garantía real evidenciaron un incremento de 23 p.b.

La irregularidad de cartera privada alcanzó durante marzo del 2010 un 3,3% del total de las financiaciones, al tiempo que la exposición patrimonial al sector privado (cartera irregular total – provisiones por incobrabilidad / Patrimonio Neto) continúa en niveles negativos (-3,3%). La rentabilidad en su conjunto, medida por el ROA, se ubicó en el mismo nivel que en el 2009 (2,3%).

El mercado interbancario experimentó un aumento progresivo del volumen negociado, mostrando un incremento acumulado del 11,9% en el primer trimestre del año. La tasa de interés *Call* evidenció en dicho período un descenso de 9 p.b.

Mercado de Cambios y Reservas Internacionales

El resultado del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) resultó deficitario en US\$ 85 millones. El saldo de la cuenta mercancías ascendió a US\$ 3.212 millones, evidenciando un descenso interanual de 10,4%. La Formación de Activos Externos alcanzó los US\$ 3.844 millones en el primer trimestre del año, evidenciando un descenso del 32,3% respecto del mismo período de 2009.

Las reservas internacionales presentaron un retroceso de US\$ 508 millones, alcanzando hacia el 31 de marzo un stock de US\$ 47.460 millones

PRINCIPALES INDICADORES DE DINERO Y BANCOS								
	2003 - 2007	2008	2009	I 09	II 09	III 09	IV 09	I 10
1 ACTIVOS Y PASIVOS DEL SISTEMA FINANCIERO								
En Millones de Pesos (1)								
Reservas Internacionales (en Dólares)	23.536	47.789	46.353	46.923	46.405	45.347	46.751	47.918
Base Monetaria	58.150	100.116	105.568	103.080	101.402	105.836	111.854	120.424
Circulación Monetaria	41.184	73.866	81.406	79.054	77.595	82.287	86.595	94.314
En Público	37.216	66.788	72.613	70.747	69.104	73.566	76.933	83.842
En Entidades	3.968	7.079	8.793	8.307	8.408	8.721	9.662	10.472
Cuenta Corriente en el BCRA	15.953	26.250	24.162	24.026	23.862	23.549	25.260	26.110
Lebac y Nobac	25.141	49.369	37.558	36.879	34.594	35.513	43.200	44.286
Stock de Pases con el BCRA - Activos	125	251	547	1.581	68	283	274	10
Stock de Pases con el BCRA - Pasivos	3.206	8.738	13.159	16.092	15.451	11.849	9.331	13.906
Préstamos al Sector Privado	52.243	118.993	133.207	129.367	132.673	134.082	136.623	141.784
En Moneda Nacional	44.824	100.659	112.093	108.228	110.297	112.933	116.814	121.202
Consumo	12.342	38.312	43.961	42.548	43.020	43.563	46.671	49.610
Comerciales	20.272	39.532	43.100	40.179	42.144	44.599	45.409	46.548
Hipotecarios	9.722	15.970	17.949	18.142	18.092	17.841	17.726	17.871
Prendarios	2.488	6.846	7.083	7.359	7.041	6.930	7.008	7.173
En Moneda Extranjera (en Dólares)	2.442	5.795	5.667	5.963	6.006	5.522	5.193	5.360
Depósitos del Sector Privado	96.469	161.600	176.826	167.515	172.484	178.431	188.625	198.023
En Moneda Nacional	86.563	138.425	141.596	137.807	137.724	140.448	150.283	159.287
Cuenta Corriente	21.005	37.603	39.760	38.597	39.163	39.104	42.143	45.609
Caja de Ahorro	19.186	33.130	35.456	34.234	33.964	35.955	37.627	40.146
Plazo Fijo	41.371	60.674	59.389	58.223	57.523	58.488	63.275	66.057
Otros	5.626	7.018	6.992	6.753	7.074	6.900	7.238	7.475
En Moneda Extranjera (en Dólares)	3.264	7.318	9.422	8.376	9.320	9.916	10.051	10.089
Agregados Monetarios Totales								
M1 (ByM + Cta Cte en Pesos)	70.042	121.479	137.312	135.127	132.204	137.026	144.766	157.317
M2 (M1 + Caja de Ahorro en Pesos)	92.511	158.011	176.249	172.513	170.049	176.546	185.714	201.572
M3 (ByM + Depósitos Totales en Pesos)	154.215	261.793	275.524	269.447	267.916	275.230	289.263	307.976
M3* (ByM + Depósitos Totales en Pesos y Dólares)	166.530	288.039	317.802	305.053	310.623	321.154	333.997	352.748
Agregados Monetarios Privados								
M1 (ByM + Cta Cte Priv en Pesos)	59.233	104.391	112.373	109.344	108.267	112.670	119.076	129.451
M2 (M1 + Caja de Ahorro Priv en Pesos)	78.419	137.521	147.828	143.578	142.231	148.625	156.703	169.597
M3 (ByM + Depósitos Privados en Pesos)	124.791	205.213	214.209	208.554	206.828	214.013	227.216	243.129
M3* (ByM + Depósitos Totales en Pesos y Dólares)	134.697	228.388	249.439	238.262	241.588	251.997	265.558	281.865
2 TASAS DE INTERÉS								
Nominal Anual								
Lebac 90 días	5,9	11,2	13,9	13,2	14,4	14,4	13,1	12,2
Pases Pasivos 1 día	5,6	8,9	9,9	10,5	10,5	9,7	9,1	9,0
Interbancaria - Call	5,1	10,0	10,2	11,2	10,9	9,8	9,0	8,6
Badlar	7,5	13,5	12,4	13,3	12,8	12,7	10,8	9,6
Plazo Fijo < \$100 mil	6,0	10,5	11,3	12,4	11,5	11,3	10,1	9,0
Prime (2)	10,4	19,5	15,7	19,5	16,6	15,0	11,5	10,5
Tasas de Interés Activas								
Consumo	31,7	29,7	32,8	33,3	32,7	32,9	32,2	31,2
Comerciales	16,9	20,6	21,5	24,0	22,0	21,0	19,1	17,6
Hipotecarios	11,9	13,0	14,6	15,0	14,6	14,3	14,6	13,3
Prendarios	12,9	17,9	22,4	26,1	23,4	21,0	19,0	17,6
3 INDICADORES DE SOLIDEZ DEL SISTEMA FINANCIERO								
En Porcentaje								
Liquidez	24,9	27,9	28,6	29,8	30,5	30,1	28,8	30,9
Crédito al Sector Público	31,6	12,8	14,5	12,5	12,4	13,7	14,4	14,1
Irregularidad de Cartera Privada	13,5	3,1	3,5	3,4	3,7	3,8	3,6	3,4
Exposición Patrimonial al Sector Privado	0,2	-3,3	-2,8	-2,7	-2,1	-2,2	-2,6	-3,2
ROA	0,2	1,6	2,4	2,0	2,0	2,2	2,4	2,2
Integración de Capital	15,5	16,8	18,7	17,2	17,5	17,8	18,6	18,9
Posición de Capital	140,2	90,0	99,0	85,7	87,3	92,3	99,3	99,7

(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

Distribución Sectorial y Regional del Crédito Bancario en la Post-Convertibilidad

Participaron en la elaboración de esta Nota Técnica: Juan Cuattromo y Mariano Beltrani

1. Introducción

La recuperación del crédito bancario al sector privado, en un contexto de elevada solidez de los bancos, ha sido uno de los rasgos salientes en el funcionamiento del sistema financiero argentino a partir de la salida de la convertibilidad. Como se menciona en la Nota Técnica N°4 del Informe Económico de III.08, la mejora en los niveles de liquidez sistémica y la recomposición del fondeo bancario derivaron en un considerable progreso en las condiciones de solvencia bancaria. En un contexto de gradual mejora en los balances del resto de los sectores de la economía y un fuerte impulso en el nivel de actividad, el reacomodamiento del sistema financiero se tradujo en una tendencia al incremento del crédito privado en moneda local. Pese al advenimiento de la crisis internacional, desde el IV.09 el crédito privado se ubica nuevamente en una trayectoria ascendente.

Dado el escaso desarrollo del mercado de capitales local, el financiamiento de las actividades productivas por medio del sistema bancario resulta crucial (Helman, 2008). Durante el período 2003 - 2009 el crédito bancario al total de las actividades económicas aumentó a un ritmo promedio del 17,3% anual, representando alrededor del 13,3% del PIB hacia fines de 2009. Los préstamos dirigidos a actividades productivas (es decir, excluidos aquellos destinados al consumo) concentran una porción mayoritaria del financiamiento bancario desde 2006, con una participación que se mantuvo por encima del 50% del total.

Además de crecer activamente, el crédito bancario experimentó cambios en su composición.

Durante el período 2003 – 2009 se observó un moderado proceso de diversificación tanto en la dimensión sectorial como regional, con una pérdida de peso relativo de la administración pública y de las regiones céntricas del país. La presente Nota Técnica expone los cambios cualitativos observados en el financiamiento bancario. En la Sección II se repasan cuestiones conceptuales relacionadas con la diversificación del crédito, y se revisa la literatura surgida en los últimos años relevante para el caso argentino. En las restantes secciones se estudia el desempeño de los préstamos al sector productivo entre 2003 y 2009 en términos sectoriales (Sección III), regionales (Sección IV) y considerando ambas dimensiones en conjunto (Sección V). Finalmente, la sección VI presenta algunas reflexiones finales.

2. Diversificación del Crédito: Consideraciones Teóricas y Empíricas

Desde el punto de vista de los bancos, la teoría de finanzas tradicional establece que la diversificación de cartera es un procedimiento necesario para una adecuada administración de los riesgos. Para una entidad financiera, diversificar los destinos en los cuales aplica sus fondos (tanto en términos sectoriales como regionales) podría constituir una práctica apropiada si el objetivo de la gestión bancaria es reducir la exposición al riesgo de no pago¹.

Sin embargo, Roos et al.(1996) argumentan que los préstamos bancarios poseen una serie de características diferentes del resto de los activos financieros que desalientan las estrategias de diversificación. En primer término, los préstamos

¹ La intuición detrás de esta visión es que si un sector (por ej. agro), encuentra problemas específicos (por ej. una sequía en el sector agrícola) y no puede pagar su deuda, los bancos podrán absorber las pérdidas con los flujos de ingresos derivados del resto de su cartera de créditos. Con créditos concentrados en un único sector, un shock adverso perjudicaría mucho más gravemente la solvencia bancaria.

bancarios tradicionales son fundamentalmente ilíquidos en comparación con otros activos financieros como los títulos valores. Esto es especialmente así en el sistema financiero argentino, donde no está generalizada la práctica de titulación crediticia². En segundo lugar, los bancos enfrentan dificultades a la hora de evaluar a sus potenciales deudores y monitorearlos luego de extender el crédito, principalmente como consecuencia de la existencia de problemas de selección adversa y riesgo moral³. En este sentido, para un banco dado puede ser más eficiente prestar a pocos sectores, ya que de ese modo se encuentra en condiciones de conocer el funcionamiento de cada uno y determinar con mayor precisión su exposición al riesgo.

En cambio, los inversores que adquieren instrumentos financieros más líquidos tienen costos de acceso a la información más reducidos, sobre todo en el caso de activos que se negocian en mercados institucionalizados, ya que éstos exigen a la entidad emisora una serie de requisitos informativos. Estas circunstancias llevan a que la diversificación crediticia no esté asociada necesariamente a una reducción de los riesgos.

Anastassi et al. (2008) presentan evidencia a favor de esta postura para el caso argentino. Los autores realizan un estudio del efecto de la diversificación sectorial, regional y por deudores sobre la calidad de la cartera crediticia para la Argentina durante el período 1998 – 2006. Los resultados sugieren que la concentración crediticia en cada una de estas tres dimensiones reduce el riesgo de la cartera, lo que se atribuye a ventajas derivadas del aprendizaje y la especialización. Estas ventajas se refuerzan en un contexto de incertidumbre macroeconómica que dificulta la capacidad de los bancos de extender su operatoria crediticia hacia clientes, sectores y regiones en los cuales no cuentan con expe-

riencia previa. De este modo, los beneficios de la diversificación se materializarían lentamente, una vez que el banco alcanza un conocimiento profundo de su clientela. Asimismo, el documento indica que tanto la necesidad de realizar inversiones físicas como de cumplimentar requerimientos regulatorios constituyen dificultades adicionales relacionadas con las oportunidades de diversificación sectorial y regional del crédito.

En igual sentido, Bebczuk y Sangiácomo (2007) encuentran en un estudio que abarca al período 1998 – 2005, que los bancos muestran un comportamiento fuertemente inercial en cuanto a la distribución sectorial de los préstamos, y que no responden a las condiciones de crecimiento y estabilidad de las ramas productivas. Al igual que en el estudio antes citado, estas rigideces responderían a la necesidad de un proceso gradual de adaptación derivada de la existencia de especificidades sectoriales. También resultaría de relevancia el hecho de que, en la Argentina pre-devaluación, la rentabilidad de los bancos no dependía de manera crucial de la evolución del crédito del sector privado, dado el significativo peso que la deuda pública ejercía sobre los balances de las entidades financieras. En conjunto, la evidencia presentada tiende a confirmar que en el caso argentino, la diversificación en las carteras de crédito no reduce la exposición al riesgo.

Además de los factores que afectan a la oferta de créditos, es posible que la asignación sectorial de los préstamos se encuentre limitada a su vez por la calidad en las hojas de balance de los demandantes de financiaciones, es decir, de restricciones al financiamiento que pueden padecer sectores particulares. Como se muestra en Elosegui et al (2007), durante el período 1995 – 2003 los sectores extractivos y de servicios

² Se conoce como titulación crediticia al procedimiento mediante el cual una entidad dada utiliza activos ilíquidos (créditos) como colateral o respaldo para la emisión de títulos de deuda, con el objetivo de hacerse de liquidez en el presente.

³ El problema de selección adversa está vinculado con la existencia de costos elevados para la determinación de la capacidad de pago del deudor, lo que puede llevar a que las entidades financieras fijen tasas de interés muy elevadas y atraigan en mayor medida a los proyectos de inversión más riesgosos. El riesgo moral está relacionado con el hecho de que el prestatario podría tener incentivos a modificar su plan de acción e implementar un proyecto inversión más riesgoso una vez otorgado el préstamo, resultando en eventuales pérdidas para el banco.

presentaron una mayor tasa de inversión⁴, una menor acumulación de activos líquidos en relación al capital y una estructura de financiamiento de más largo plazo, además de contar con un acceso fluido al crédito externo. Por el contrario, la industria manufacturera muestra un esquema financiero de menor apalancamiento relativo, tasas de interés implícitas promedio más elevadas y una mayor importancia relativa de la deuda de corto plazo, además de contar con restricciones para acceder al financiamiento en el exterior.

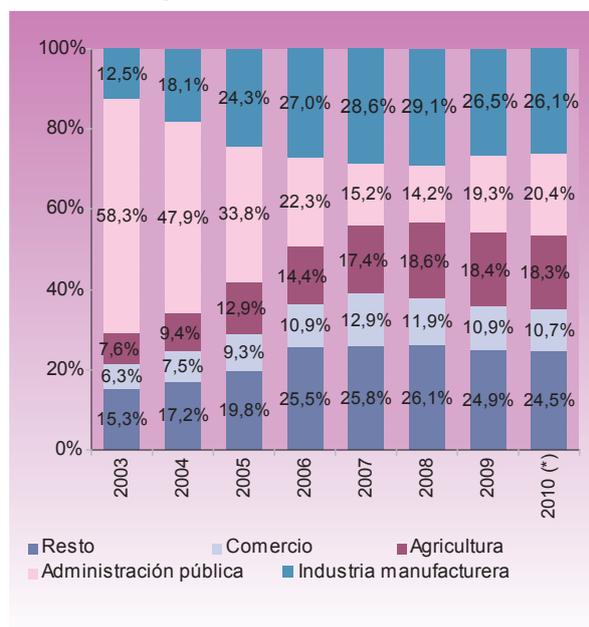
En síntesis, si bien la teoría bancaria no niega los potenciales beneficios de la diversificación de carteras, ciertos aspectos específicos del crédito bancario matizan esta práctica. La iliquidez y la escasa transabilidad, así como los problemas de selección adversa y riesgo moral involucrados en la operatoria hacen que el crédito bancario constituya un activo financiero con un alto grado de diferenciación, lo que puede inhibir la diversificación del crédito tanto por razones de gestión del riesgo como por la existencia de restricciones al financiamiento sector-específicas.

Como se muestra en las tres secciones subsiguientes, en el caso argentino se verificaron durante los últimos años modificaciones en la distribución sectorial y regional del crédito. En principio, estos cambios serían atribuibles a las mejoras productivas y de ingresos en las economías regionales y en los distintos sectores de actividad, que impulsaron la demanda de crédito, superando al menos de manera parcial el componente inercial que previene la diversificación del crédito del lado de la oferta y avanzando en la liberación de las restricciones al financiamiento.

3. Distribución Sectorial del Crédito

En línea con la recuperación del crédito que siguió a la salida del régimen de la convertibilidad, se observó un paulatino proceso de reasignación del financiamiento bancario entre las distintas actividades. Como se observa en el Gráfico 1, los sectores de actividad privada que

Gráfico 1
Participación por Sector de Actividad sobre el Total
En Porcentaje



(*) 1° Trimestre de 2010

Fuente: Banco Central de la República Argentina

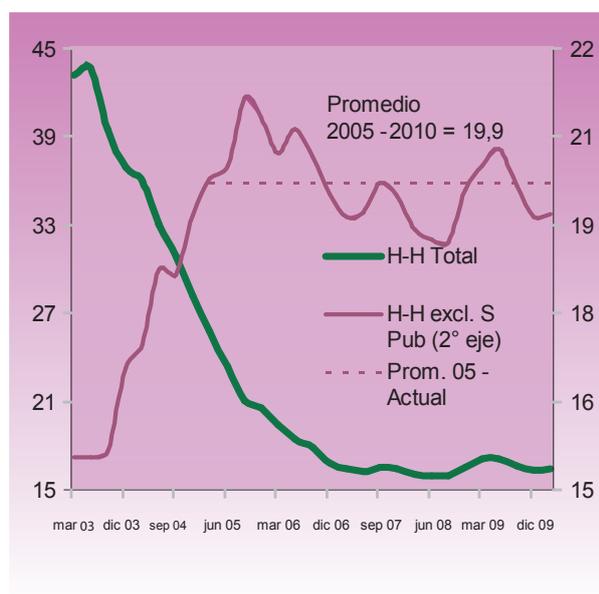
concentran la mayor parte del financiamiento bancario (industria manufacturera, agricultura y comercio) evidencian un incremento de su participación en el total del financiamiento como contrapartida de la disminución del crédito a la administración pública. En particular, se destaca el desempeño de la industria manufacturera, que en el período 2003 – 2010 muestra un incremento de 13,6 p.p. en su participación en el total de los préstamos, seguido por la agricultura (10,8 p.p.) y el comercio (4,4 p.p.). Por su parte, el descenso en la participación de la administración pública alcanzó los 37,9 p.p.

Considerando todos los sectores del PIB, se observó un progresivo proceso de diversificación sectorial en el financiamiento bancario, como deja en evidencia la evolución del índice de concentración de Herfindahl – Hirschmann (H-H)⁵ (Gráfico 2). De excluir el financiamiento a la administración pública, el índice H-H muestra cierto incremento durante el período 2003

⁴ La tasa de inversión representa la inversa del ratio de dividendos sobre capital.

⁵ Este índice se elabora calculando la suma de las participaciones de cada sector de actividad al cuadrado. Fluctúa desde 0 a 100, correspondiendo 100 al máximo grado de concentración.

Gráfico 2
Evolución del Índice Sectorial
Herfindahl – Hirschmann
 En Porcentaje



Fuente: Banco Central de la República Argentina

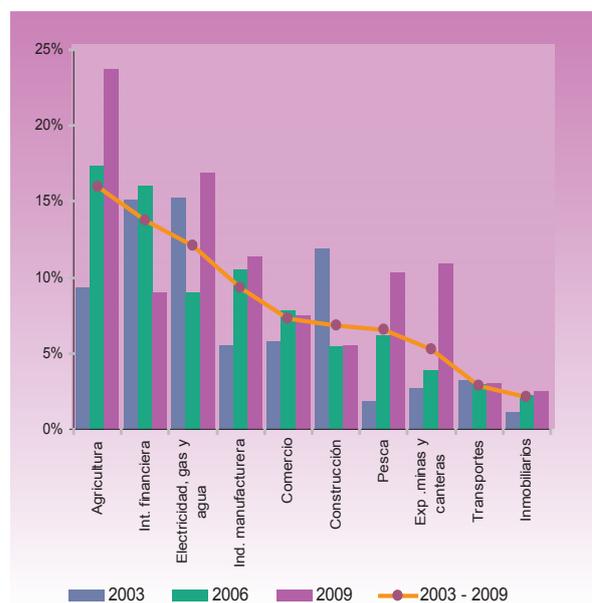
– 2004, explicado en gran medida por el fuerte crecimiento relativo del financiamiento a la industria manufacturera, para luego estabilizarse entorno al 20% durante 2005 – 2010.

Otro elemento a destacar son las importantes diferencias existentes en términos del nivel y la evolución del apalancamiento sectorial durante el período bajo análisis⁶. Como se observa en los Gráficos 3 y 4, no obstante el significativo crecimiento en la participación de la industria manufacturera como destino de las financiamientos, la actividad agrícola, la intermediación financiera y los sectores de electricidad, agua y gas muestran niveles de apalancamiento superiores para el período 2003 – 2009. Por otro lado, explotación de minas y canteras, transporte y actividades inmobiliarias constituyen los sectores que cuentan con menor financiamiento bancario en términos del producto.

El Gráfico 4 ilustra además que, en tanto el financiamiento a algunos de los sectores se encuentra afectado positivamente por la dinámica

⁶ El nivel de apalancamiento sectorial se define como el coeficiente de deuda bancaria sobre valor agregado correspondiente a las distintas actividades productivas.

Gráfico 3
Apalancamiento Sectorial
 En Porcentaje de PIB Sectorial

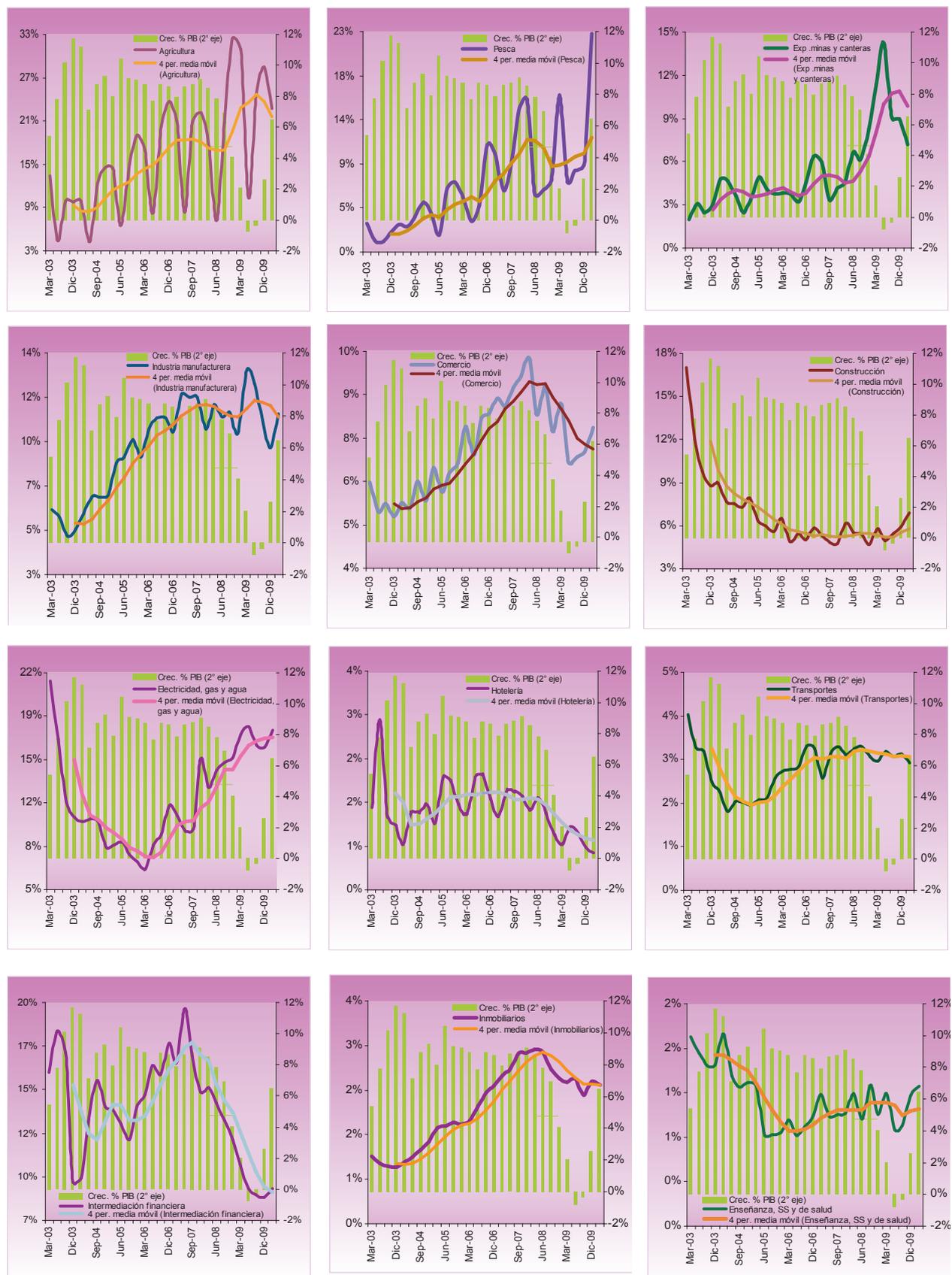


Fuente: Banco Central de la República Argentina

del producto agregado, no sucede lo mismo con los sectores de explotación de minas y canteras, construcción, transportes, energía y enseñanza. Esta relativa independencia del ciclo implica que las condiciones de financiamiento de estos sectores responden en gran medida a factores sector-específicos.

La Tabla 1 y el Gráfico 5 muestran en conjunto la ausencia de correlación entre el nivel de apalancamiento de un sector y su participación en el PIB durante el período 2003 – 2009. Tampoco hay una asociación estadística significativa entre el dinamismo del sector, medido por el crecimiento del PIB sectorial, y su nivel de apalancamiento. De este modo, una porción significativa de la heterogeneidad intersectorial en materia de apalancamiento no se explica ni por cuestiones de nivel ni por los cambios en el producto. Estos resultados dejan en evidencia dos cuestiones relevantes. En primer término, los sectores que realizan mayores contribuciones en términos de valor agregado no son, en promedio, los que reciben un mayor flujo de

Gráfico 4 Evolución del Apalancamiento Sectorial En Porcentaje del PIB Sectorial Promedio Móvil



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina e INDEC

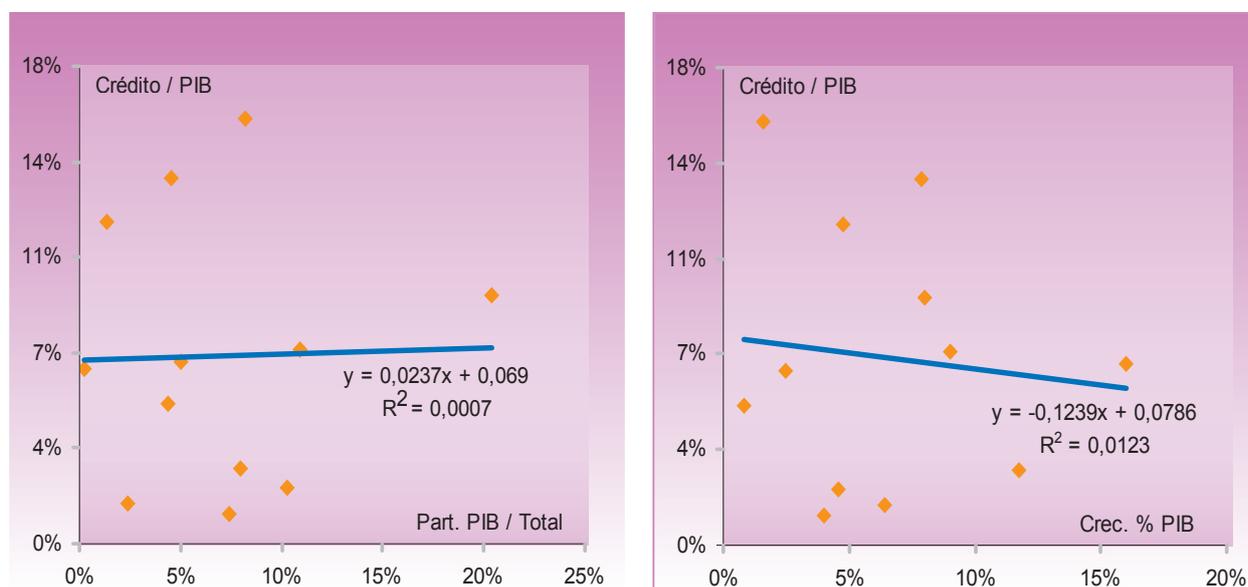
Tabla 1
Apalancamiento Sectorial, Participación en el PIB y Crecimiento 2003 - 2009
 En Porcentaje

Sector	Part. PIB / Total	Crédito / PIB	Crec. % Prom.
Ind. manufacturera	20,3%	9,3%	8,0%
Comercio	10,9%	7,3%	9,0%
Inmobiliarios	10,3%	2,1%	4,6%
Agricultura	8,2%	16,0%	1,6%
Transportes	7,9%	2,8%	11,7%
Enseñanza, SS y Salud	7,4%	1,1%	4,0%
Construcción	5,0%	6,8%	16,0%
Int. financiera	4,5%	13,8%	7,9%
Exp .minas y canteras	4,4%	5,3%	0,8%
Hotelería	2,4%	1,5%	6,4%
Electricidad, gas y agua	1,4%	12,1%	4,8%
Pesca	0,3%	6,6%	2,5%

Máximos 4 Registros
 Mínimos 4 Registros

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina e INDEC

Gráfico 5
Apalancamiento Sectorial, Participación en el PIB y Crecimiento 2003 – 2009



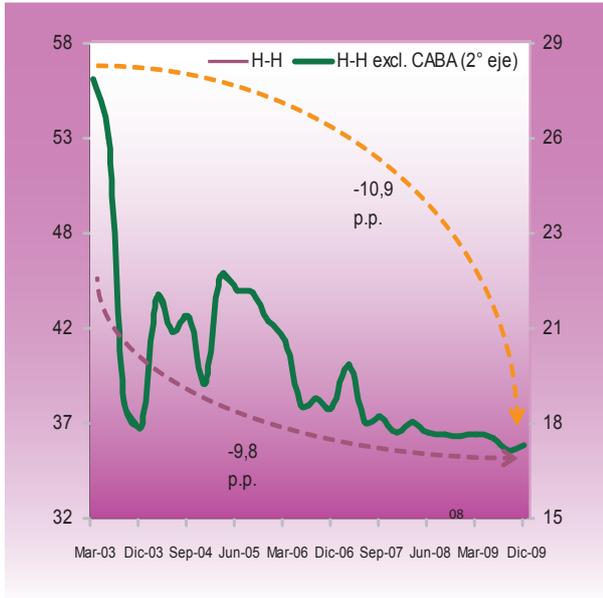
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina e INDEC

financiamiento. En segundo lugar, en algunos sectores se destaca la importancia del comportamiento inercial en la asignación sectorial del crédito, aún en un contexto de fuerte crecimiento económico.

4. Distribución Provincial del Crédito

Al igual que en la clasificación por sectores, la distribución regional del crédito bancario al sector privado muestra un elevado nivel de con-

Gráfico 6
Evolución del Índice Regional
Herfindahl – Hirschmann
 En Porcentaje



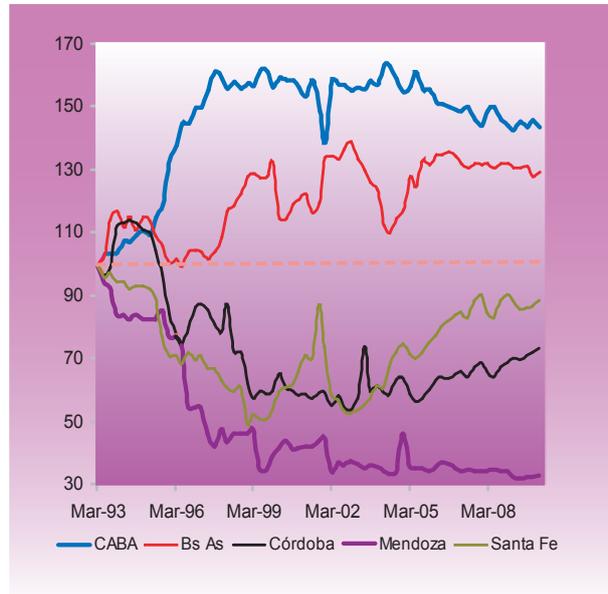
Fuente: Banco Central de la República Argentina

centración. Sin embargo, entre 2003 y 2009 se han producido transformaciones importantes que indican una mejora tendencial en la diversificación territorial de las financiaciones (ver Gráfico 6).

En términos históricos, el crédito privado ha estado fuertemente concentrado en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA). Estas circunstancias se profundizaron durante la primera mitad de la década de los 90', cuando los distritos con mayor concentración del crédito (CABA y Buenos Aires) mostraron un mayor avance relativo (Gráfico 7).

En 2003, sólo CABA representaba el 72% del total de financiaciones, seguida por el interior de la provincia de Buenos Aires que acaparaba el 6,3% del total de los recursos. El Gran Buenos Aires (GBA) concentraba únicamente un 4,1% del total. La Tabla 2 y el Gráfico 8 muestran la elevada concentración territorial

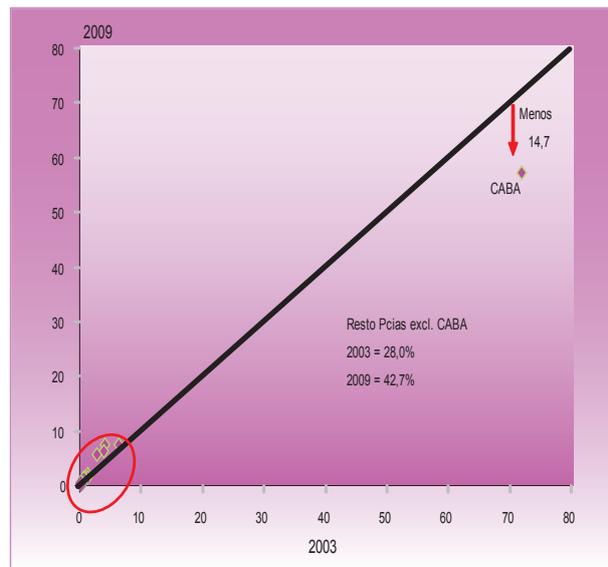
Gráfico 7
Distribución Geográfica del Crédito
Participación % en el Total – Ratio
 Base mar-1993 = 100



Fuente: Banco Central de la República Argentina

que caracteriza al sistema financiero argentino, con un gran acaparamiento del crédito por parte de CABA⁷.

Gráfico 8
Distribución Geográfica del Crédito
 Participación % en el Total



Fuente: Banco Central de la República Argentina

⁷ Es de notar sin embargo que los préstamos se registran en la provincia en la cual la empresa prestataria posee domicilio fiscal, sin considerar la ubicación geográfica de los establecimientos en los cuales se aplicarán eventualmente los fondos obtenidos.

Tabla 2
Distribución Geográfica del Crédito
Participación % en el Total

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CABA	72,0	68,4	62,5	61,0	57,1	55,3	57,3	La Rioja	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Bs As	10,4	12,1	15,4	14,4	15,3	15,8	15,0	Mendoza	1,4	1,6	1,8	1,9	2,0	2,1	2,0
GBA	4,1	5,1	4,9	7,8	8,3	8,2	7,4	Misiones	0,6	0,6	0,7	0,8	1,0	1,0	1,0
Bs As excl. GBA	6,3	7,0	10,5	6,5	7,0	7,6	7,6	Neuquén	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2	1,1
Catamarca	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	Río Negro	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Córdoba	2,8	3,2	3,8	4,5	5,1	5,6	5,6	Salta	0,6	0,6	0,8	0,9	1,2	1,2	1,2
Corrientes	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	San Juan	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4
Chaco	0,7	0,7	0,9	0,7	0,7	0,8	0,9	San Luis	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Chubut	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,1	1,1	Santa Cruz	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Entre Ríos	0,8	1,0	1,2	1,3	1,5	1,6	1,5	Santa Fe	3,9	4,7	5,4	6,2	6,8	7,0	6,3
Formosa	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	Santiago del Estero	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
Jujuy	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	Tierra del Fuego	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
La Pampa	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	Tucumán	1,2	1,4	1,2	1,2	1,5	1,6	1,6

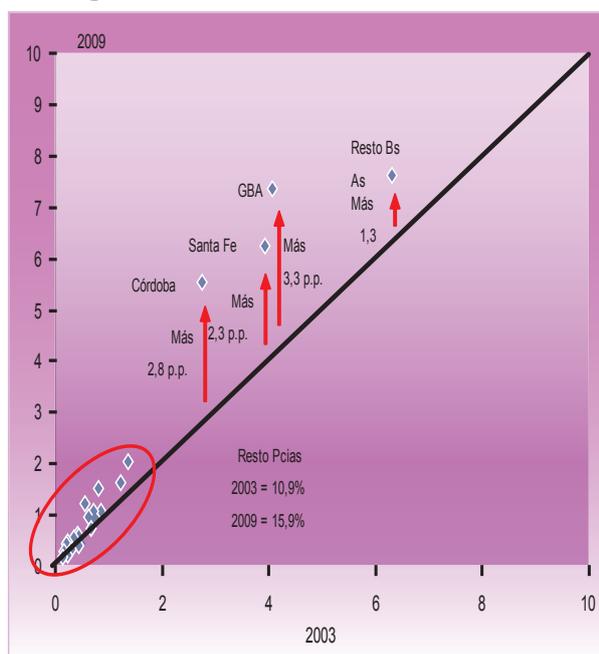
Fuente: Banco Central de la República Argentina

Sin embargo, entre 2003 y 2009 la participación de la CABA en el total cayó en 14,7 p.p., con GBA, Córdoba, Santa Fe y el interior de Buenos Aires como los principales sectores beneficiarios. En efecto, estas provincias aumentaron su peso en el total 3,3 p.p., 2,8 p.p., 2,3 p.p. y 1,3 p.p. respectivamente. En conjunto, el resto de

las provincias pasó de representar el 10,9% al 15,9% en igual período (ver Gráfico 9).

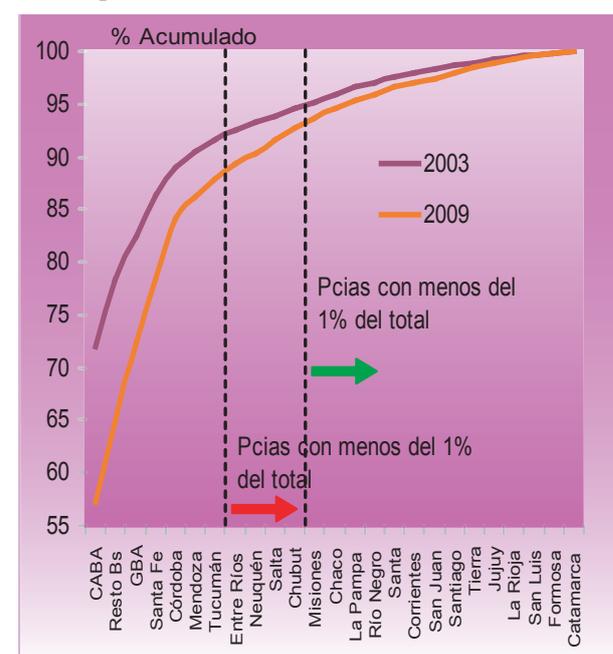
En este sentido, si bien destaca la existencia de un núcleo de provincias donde las financiaciones bancarias representan menos del 1% del crédito total, con Formosa y Catamarca como

Gráfico 9
Distribución Geográfica del Crédito
Participación % en el Total



Fuente: Banco Central de la República Argentina

Gráfico 10
Distribución Geográfica del Crédito
Participación Acumulada % en el Total



Fuente: Banco Central de la República Argentina

las provincias con menor incidencia (0,2% para cada una de ellas en 2009), se observa que todas las provincias menos CABA, Corrientes, Formosa y San Juan crecieron por encima del total y 4 pasaron a tener más del 1% de peso en el agregado (Chubut, Entre Ríos, Neuquén y Salta), al tiempo que ninguna descendió por debajo de ese umbral (Gráfico 10).

Con el objetivo de profundizar y consolidar esta tendencia hacia la mayor cobertura regional del sistema financiero, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) se propone institucionalizar la figura de sub-sucursal para las entidades financieras en localidades de menos de 30.000 habitantes. Las nuevas “agencias” u “oficinas” podrían realizar las operaciones habituales aunque con restricciones principalmente de monto, de forma tal de acelerar la bancarización en diversas regiones del país.

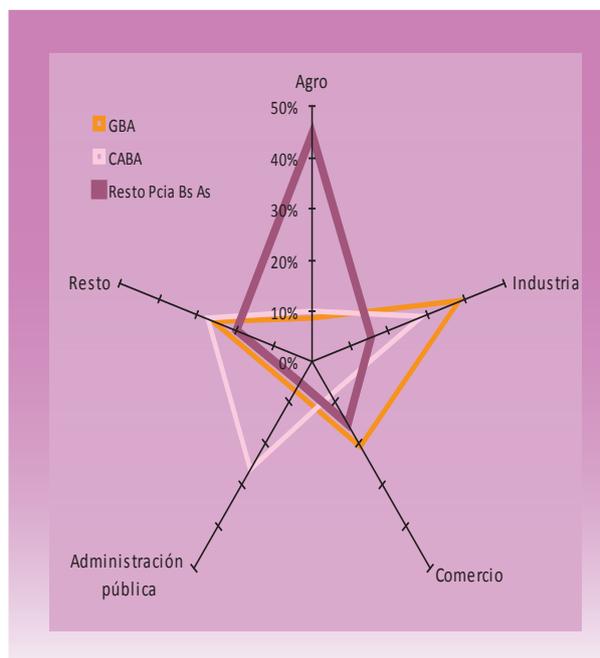
5. Distribución Sectorial y Regional del Crédito

Hemos mencionado que, aún con una marcada tendencia decreciente, la CABA concentra la mayor parte de las financiaciones bancarias al sector privado no financiero. Desde el punto de vista productivo, la asignación del crédito dentro de esta región dista por mucho de ser homogénea. En efecto, sólo tres sectores productivos acapararon en 2009 algo menos del 65% del total: industria manufacturera (28,5%), administración pública (26,3%) y agricultura (10%). Resulta evidente que en el caso de este último, su participación elevada radica en que muchas empresas de este sector tiene domicilio legal en la CABA.

Por otro lado, en la provincia de Buenos Aires existe una evidente dicotomía entre GBA y el resto de la provincia (ver Gráfico 11). Por un lado, mientras que en el primero la industria tiene un peso preponderante del 25%, en el segundo este rol lo desempeñan actividades del sector agropecuario con más del 44% del total de crédito. En ambos casos, el comercio se lleva entre el 15% y el 20% de las financiaciones. El sector agropecuario es sin duda el de mayor participación relativa en provincias como Córdoba

Gráfico 11 Distribución Geográfica y Productiva del Crédito

Participación % en el Total por Región - 2009

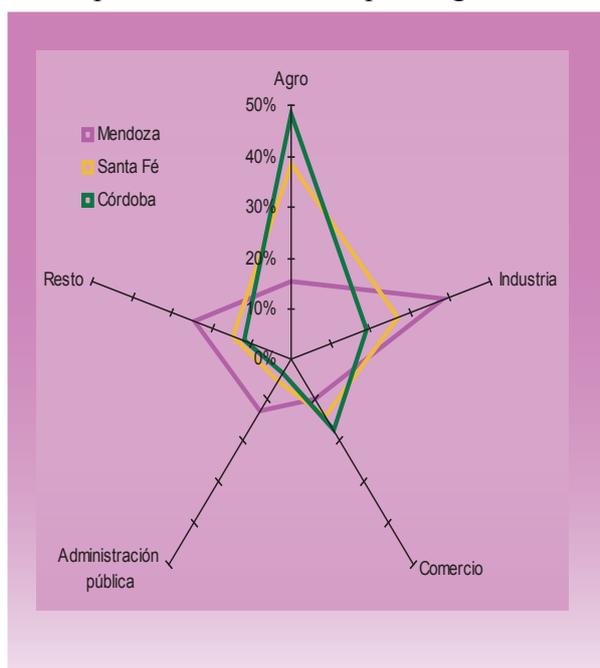


Fuente: Banco Central de la República Argentina

y Santa Fe, llegando a representar el 50% y el 40% respectivamente. Contrariamente, llama la atención el caso de Mendoza, por el peso que

Gráfico 12 Distribución Geográfica y Productiva del Crédito

Participación % en el Total por Región - 2009



Fuente: Banco Central de la República Argentina

observa el sector industrial en la aplicación de créditos (Gráfico 12).

6. Reflexiones Finales

En los últimos años es posible apreciar ciertos cambios en la distribución crediticia sectorial y regional. Estas modificaciones fueron compatibles con una marcada mejoría en los principales indicadores de solidez del sistema financiero. Por un lado, se registra una caída sostenida en la participación de la administración pública como destino del financiamiento bancario, a favor de la industria manufacturera, el agro y el sector comercio.

No obstante el comportamiento cíclico del nivel de apalancamiento en algunos de los sectores, subsisten discrepancias de naturaleza estructural en la capacidad de acceso al financiamiento de las distintas actividades productivas, con un fuerte peso relativo del sector primario. El predominio de este sector como destinatario de fondos puede entenderse a la luz de las favorables condiciones externas, que determinaron que el valor del colateral afectable en las operaciones de crédito (i.e. el precio por hectárea de la tierra cultivable⁸) se posicionara en niveles récord.⁹ También se observó una tendencia a la desconcentración de las operaciones de crédito a nivel regional, con una importante pérdida de peso relativo para CABA, aunque las dificultades inherentes a la identificación de las regiones en las cuales se aplican los fondos imponen importantes limitaciones para la interpretación de los datos.

Considerando ambas dimensiones, es posible observar un proceso gradual de maduración de los plazos que requieren el aprendizaje y la adaptación por parte de los bancos a las nuevas perspectivas sectoriales y regionales. En este aspecto, el entorno macroeconómico favorable en el cual se desarrolló la banca durante la pre-

sente década cumplió un papel preponderante para garantizar la previsibilidad económica y financiera necesaria para el correcto funcionamiento del sistema financiero y una adecuada administración de los riesgos por parte de los principales deudores.

Referencias

Anastasi, A., Bebczuk, R., Elosegui, P. y Sangiácomo, M. (2008). “Diversificación productiva, geográfica y por deudores y su efecto sobre la calidad de la cartera crediticia en Argentina”. Documento de Trabajo 36. Banco Central de la República Argentina.

Bebczuk, R. y Sangiácomo, M. (2007). “Eficiencia en la asignación sectorial del crédito en Argentina”. Documento de Trabajo 19. Banco Central de la República Argentina.

Bisang, R. (2007). “El desarrollo agropecuario en las últimas décadas: ¿volver a creer?”. Colección de Documentos de Proyectos. Crisis, Recuperación y Nuevos Dilemas: La Economía Argentina 2002-2007. CEPAL.

Elosegui, P., Blanco, E., Español, P. y Panigo, D. (2007). “El impacto asimétrico de las restricciones al financiamiento en Argentina. Comparación por sector, tamaño y origen del capital (1995-2003)”. Documento de Trabajo 24. Banco Central de la República Argentina.

Helman, H. (2008). “Desarrollo del Mercado de Capitales: Un Enfoque Sistémico”. 1° Congreso del Mercado de Capitales. Buenos Aires. Argentina.

Kiyotaki, N. y J. Moore (1997): “Credit Cycles”. Working Paper No. 5083. NBER.

Ross S., Westerfield, R. y Jaffe, J. (1996). “Corporate Finance”. Irwin.

⁸ Para un análisis detallado de la evolución de este indicador véase Bisang (2007).

⁹ Esta idea de la importancia de la situación patrimonial como determinante de las restricciones financieras fue desarrollada inicialmente por Kiyotaki y Moore (1997).

Glosario de abreviaturas y siglas

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos	BOJ: Banco de Japón
AFJP: Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones	Bovespa: Bolsa de Valores del Estado de San Pablo
ANSeS: Administración Nacional de la Seguridad Social	CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires
AT: Adelantos Transitorios	CBA: Canasta Básica Alimentaria
BADLAR: Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate	CBT: Canasta Básica Total
BCB: Banco Central de Brasil	CGI: Cuenta de Generación del Ingreso
BCE: Banco Central Europeo	CIARA: Cámara de la Industria Aceitera de la República Argentina
BCRA: Banco Central de la República Argentina	CDS: Credit Default Swaps (Instrumento de Cobertura de Riesgo Crediticio)
BID: Banco Interamericano de Desarrollo	CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia
BM: Base Monetaria. Definida como la circulación monetaria en pesos más las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en BCRA	CFI: Coparticipación Federal de Impuestos
BODEN: Bonos del Estado Nacional	Com. Ext.: Comercio Exterior
BONAR: Bono de la Nación Argentina en pesos.	CPI Consumer-Price Index (Índice de Precios al Consumidor EE.UU.)
BONAR ARG \$ V: Bono de la Nación Argentina en pesos. Vencimiento 2012.	CyE: Combustibles y energía
BONAR V: Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2011.	DE: Derechos de Exportación.
BONAR VII: Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2013.	DGI: Dirección General Impositiva
BONAR X: Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2017.	DGA: Dirección General de Aduanas
	DLI: Demanda Laboral Insatisfecha
	EE.UU.: Estados Unidos
	EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos
EMBI: Emerging Markets Bond Index	IPC: Índice de Precios al Consumidor
EMI: Estimador Mensual Industrial	IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)
ENGH: Encuesta Nacional de Gastos de los Hogares	IPI: Índice de Precios Implícitos del PIB
EPH: Encuesta Permanente de Hogares	IPIB: Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor
FCI: Fondos Comunes de Inversión	IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor
FED: Reserva Federal de EE.UU.	IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas
Fed Funds: Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de EE.UU.	IRD: Inversión Real Directa
FF: Fideicomisos Financieros	IS: Índice de Salarios
FOB: Free on Board (Libre a bordo)	ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción
GBA: Gran Buenos Aires	ISO: Índice de Salario por Obrero en la Industria Manufacturera
ha: Hectárea	ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos
HICP: Índice Armonizado de precios de la Eurozona	ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral
IBIF: Inversión Bruta Interna Fija	IVA: Impuesto al Valor Agregado
ICC: Índice del Costo de la Construcción	IVF: Índice de Volumen Físico
ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias	LATAM: Latinoamérica
IED: Inversión Extranjera Directa	LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)
IHT: Índice de Horas Trabajadas	LI: Línea de Indigencia
IILS: Instituto Internacional de Estudios del Trabajo	LP: Línea de Pobreza
IOO: Índice de Obreros Ocupados	

M2: Billetes y monedas mas cuasimonedas en circulación mas cuentas corrientes en pesos y cajas de ahorro en pesos.	OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo
M2 privado: Billetes y monedas mas cuasimonedas en circulación mas cuentas corrientes en pesos y cajas de ahorro en pesos del sector privado.	OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
M3: Billetes y monedas más cuasimonedas más depósitos totales en pesos.	pb.: Puntos Básicos
M3*: Billetes y monedas más cuasimonedas más depósitos totales en pesos y dólares.	p.p.: Puntos Porcentuales
MBS: Mortgage Backed Securities.	PEA: Población Económicamente Activa
MEM: Mercado Eléctrico Mayorista.	PIB: Producto Interno Bruto
MERCOSUR: Mercado Común del Sur.	PJyJH: Plan Jefas y Jefes de hogar
Merval: Mercado de Valores de Buenos Aires	PM 2008: Programa Monetario 2008
MINAGRI: Ministerio de Agricultura Ganadería y Pesca	PP: Productos primarios
MM3 / día: millón de m3 por día	Prom.: Promedio
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario	Prom. móv.: Promedio móvil
MOI: Manufacturas de Origen Industrial	PRONUREE: Programa Nacional de Uso Racional y Eficiente de la Energía
MOPRE: Módulos Previsionales	REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado
MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social	ROA: Return on Asset
MULC: Mercado Único y Libre de Cambios	ROFEX: Rosario Futures Exchange (Mercado a término de Rosario)
n.a.: Nominal Anual	RTA: Remuneración al Trabajo Asalariado
NAFTA: Tratado de Libre Comercio de América del Norte	SAFJP: Superintendencia de Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones
NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)	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	TNA: Tasa Nominal Anual
SMI: Sistema Monetario Internacional	UCI: Utilización de la Capacidad Instalada
SPNF: Sector Público no Financiero	UE: Unión Europea
SPNF: Sector Privado No Financiero	US\$: Dólares Americanos
SMVM: Salario Mínimo Vital y Móvil	UVP: Unidades Vinculadas al PIB
TCR: Tipo de cambio real	VAB: Valor agregado bruto
TI: Términos de Intercambio	Var.: variación
Tn: Tonelada	WTI: West Texas Intermediate (petróleo de referencia en Argentina)
TN: Tesoro Nacional	XN: Exportaciones Netas