



# INFORME ECONÓMICO

III Trimestre de 2008

## PRELIMINAR

REPÚBLICA ARGENTINA

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS PÚBLICAS

Secretaría de Política Económica

---

# INFORME ECONÓMICO

III Trimestre de 2008

**Ministro de Economía y Finanzas Públicas**

Lic. Carlos Fernández

**Secretario de Política Económica**

Dr. Martín Abeles

**Subsecretaria de Programación Económica**

Lic. María Fernanda Martijena

El informe Económico es una publicación realizada por la **Subsecretaría de Programación Económica**. Este informe constituye una versión preliminar.

## Autoridades

### **Presidenta**

Dra. Cristina Fernández de Kirchner

### **Ministro de Economía y Finanzas Públicas**

Lic. Carlos Fernández

### **Secretario de Política Económica**

Dr. Martín Abeles

### **Secretario de Finanzas**

Dr. Hernán Gaspar Lorenzino

### **Secretario de Hacienda**

Sr. Juan Carlos Pezoa

### **Secretaria de Legal y Técnica**

Dra. Ofelia Mabel Cédola

### **Secretario de Comercio Interior**

Lic. Guillermo Moreno

### **Secretario de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos**

Ing. Ag. Carlos Cheppi

### **Secretario de Industria, Comercio y de la Pequeña y Mediana Empresa**

Sr. Fernando Fraguío

A los lectores:

A partir de la presente edición el Informe Económico Trimestral del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas modifica su estructura y diseño. La tradicional descripción de la evolución de las variables económicas dentro del trimestre se sintetiza para dar lugar a una nota técnica en cada uno de los capítulos, que plantea un abordaje más profundo del desempeño reciente de aspectos significativos de la economía argentina e internacional, en un formato más ágil y ameno para el lector. De esta manera la nueva versión del Informe Económico Trimestral conserva su rol de memoria estadística del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y, al mismo tiempo, contribuye a profundizar la discusión de los temas más relevantes para la sociedad.

# Índice

<b>I. Introducción</b>	<b>6</b>
1. La economía argentina en el tercer trimestre de 2008	7
2. Resumen de las Notas Técnicas del Informe Económico Trimestral	9
<b>II. Panorama Internacional</b>	<b>10</b>
1. Panorama de la economía mundial	11
2. Tabla: Principales indicadores del panorama internacional	13
3. Nota Técnica: Profundización de la crisis financiera internacional	14
<b>III. Nivel de Actividad</b>	<b>23</b>
1. Demanda Agregada	24
2. Oferta Agregada	24
3. Tabla: Principales indicadores del nivel de actividad	26
<b>IV. Empleo e Ingresos</b>	<b>27</b>
1. Empleo	28
2. Ingresos	28
3. Tabla: Principales Indicadores de empleo, salarios y pobreza	29
<b>V. Finanzas Públicas</b>	<b>31</b>
1. Ingresos	32
2. Egresos	32
3. Resultado del Sector Público Nacional	33
4. Financiamiento de la deuda pública	33
5. Tabla: Principales indicadores de las finanzas públicas	34
6. Nota Técnica: Reforma previsional 2008: haber mínimo como seguro implícito	35
<b>VI. Precios</b>	<b>40</b>
1. Precios mayoristas	41
2. Precios minoristas	41
3. Precios implícitos	42
4. Tabla: Principales indicadores de Precios	43
<b>VII. Sector Externo</b>	<b>44</b>
1. Cuenta Corriente	45
2. Cuenta Capital y Financiera	46
3. Reservas Internacionales	47
4. Tipo de Cambio	47
5. Tabla: Principales indicadores del sector externo	48
6. Nota Técnica: Política sectorial y desempeño reciente de las exportaciones automotrices	49
<b>VIII. Dinero y Bancos</b>	<b>57</b>
1. Agregados monetarios y tasas de interés pasivas	58
2. Base Monetaria y liquidez	58
3. Préstamos al sector privado y tasas de interés activas	59
4. Mercado de cambios y reservas internacionales	59
5. Tabla: Principales indicadores de dinero y bancos	60
6. Nota Técnica: Evolución reciente del capital nacional en el sistema financiero argentino	61

# I. INTRODUCCIÓN

La economía argentina en el tercer trimestre de 2008

# Introducción

## 1. La economía argentina en el tercer trimestre de 2008

En el tercer trimestre de 2008 la economía global comenzó a exhibir algunas debilidades tanto en el frente financiero como en el real. El crecimiento del PIB global fue desacelerándose a lo largo del año afectado por la contracción del consumo privado, de la inversión y del comercio exterior.

Este contexto de continuo deterioro de las variables internacionales afectó sólo levemente la dinámica macroeconómica local, cuya evolución fue similar a la observada en los seis años previos, aunque con una pequeña desaceleración en el ritmo de crecimiento. En este período el PIB se expandió a una tasa anual de 6,7%, constituyendo el vigésimo tercer trimestre consecutivo de aumento del nivel de actividad. El consumo privado mostró un crecimiento similar al del producto (6,6% anual), y la inversión se incrementó un 8,4% anual, dando lugar a la tasa de inversión más alta de las últimas décadas (23,5%). A la dinámica interna se sumó un renovado impulso de las exportaciones en el tercer trimestre, que crecieron 12,1% anual en términos reales.

Del lado de la oferta agregada, la producción de bienes mejoró su desempeño y se expandió 3,9% anual frente al 3,0% del trimestre anterior por el avance del sector primario, principalmente del Agropecuario, afectado en la primera mitad del año por las protestas de los productores del sector. La Industria creció 5,5% anual y mantuvo su dinámica de expansión pese al sostenido deterioro de la situación financiera global. Al buen comportamiento del sector Automotriz se sumaron, en este trimestre, altas tasas de crecimiento en Alimentos y Bebidas y en las Industrias Metálicas Básicas. Los sectores productores de servicios crecieron a una tasa anual de 7,5%, liderados por el de Intermediación Financiera (17,5%) y el

de Transporte y Almacenamiento y Comunicaciones (11,9%).

Los elevados precios internacionales observados durante la primera mitad de 2008 exhibieron un quiebre de tendencia en el tercer trimestre, dando lugar a una desaceleración de los referidos a la producción y al consumidor. El Índice de Precios de las Materias Primas en pesos marcó una reducción anual de 7,5%, lo que repercutió en el Índice de Precios Internos al por Mayor, que creció 12,0% anual, luego de mostrar subas de 15,3% y de 14,5% en los dos primeros trimestres del año. Reflejando los resultados de las políticas destinadas a disociar la suba de los precios internacionales de los precios del consumo local, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) aumentó 8,9% anual y 1,5% respecto del trimestre anterior.

Las cuentas fiscales continuaron exhibiendo solidez en el tercer trimestre de 2008. El superávit fiscal primario del Sector Público Nacional alcanzó 11.257 millones de pesos en ese período, 33% más que un año atrás. En los primeros tres trimestres del año, el superávit primario acumuló 31.567 millones de pesos, equivalente a un 3,5% del PIB, porcentaje similar al promedio anual observado durante los últimos seis años.

La recaudación tributaria trepó un 40% anual en el tercer trimestre como consecuencia de una suba significativa de los recursos aduaneros (101% anual), apoyada en mayores alícuotas y en altos precios internacionales. El IVA, sostenido por un consumo dinámico y por las mejoras en la eficacia recaudatoria, se expandió un 27% anual. El impuesto a las ganancias creció 31% anual, 1p.p. por encima de las tasas de la primera mitad del año y los recursos provenientes de la Seguridad Social se elevaron 43% gracias al con-

tinuo aumento de la masa salarial, a lo que se sumó el efecto del traspaso al sistema de 1,26 millones de trabajadores.

El Gasto Primario creció 31% anual, denotando una desaceleración respecto del primer semestre (37%), debido principalmente a la disminución en el ritmo de incremento de las Prestaciones Sociales y de las Transferencias al Sector Privado.

Los sostenidos resultados positivos en materia fiscal redundaron en una nueva disminución del endeudamiento público de la Nación. La relación de Deuda Bruta a PIB se ubicó al cierre del trimestre en 46,3%, 10 p. p. por debajo del año pasado.

Pese a los efectos de la crisis sobre el comercio internacional, el sector externo mejoró su desempeño en este trimestre. La Cuenta Corriente exhibió un cuantioso superávit de 3.538 millones de dólares, cinco veces superior al de un año atrás, acumulando 8.953 millones de dólares durante los últimos cuatro trimestres, un 2,8% del PIB. Este resultado se explicó enteramente por el saldo positivo de la Cuenta Mercancías, que sumó 5.769 millones de dólares, nivel que constituyó un récord histórico, y que se debió a la aceleración de las exportaciones (49,4% anual) y a cierta desaceleración de las importaciones (30,1%). Además de un contexto favorable en materia de precios de exportación (que exhibieron un retraso respecto de la dinámica de los precios internacionales), se observó un alza de 13% en las cantidades embarcadas como consecuencia de una recuperación de las exportaciones de Productos Primarios (7% anual) y, particularmente, de las Manufacturas de Origen Industrial (35% anual).

El contexto de incertidumbre global generado por el colapso de los mercados financieros de los Estados Unidos, profundizado por la propia inestabilidad derivada del conflicto agropecuario, se tradujo en una salida neta de capitales de 3.548 millones de dólares, que respondió principalmente a la formación de activos externos por parte del sector privado no financiero.

Aun en un contexto financiero global desmejorado los depósitos a plazo del sector privado no financiero experimentaron una significativa recuperación en el ter-

cer trimestre, luego de observar una leve contracción anual en el trimestre anterior. La suba se debió a un marcado aumento de las colocaciones a plazo (9,6% anual), en especial las del tramo mayorista. Las tasas de interés pasivas exhibieron un descenso pronunciado, baja que fue acompañada por una reducción del spread entre la tasas Badlar y de plazo fijo minorista. Los indicadores de robustez del sistema financiero continuaron mejorando. La irregularidad de la cartera privada se ubicó en septiembre en apenas 2,8% de las financiaciones, y las políticas preventivas llevadas adelante por el Banco Central de la República Argentina permitieron sostener una adecuada liquidez en el sistema. Las reservas internacionales se mantuvieron prácticamente constantes y sumaron a fin del tercer trimestre 47.072 millones de dólares, en un contexto en el que el tipo de cambio nominal (\$/US\$) se apreció 2,9%.

El buen desempeño macroeconómico, en conjunto con las políticas activas en materia social, indujeron una nueva reducción de la tasa de desempleo, que se situó en 7,8% en el tercer trimestre. El empleo asalariado registrado continuó creciendo: entre los terceros trimestres de 2007 y 2008, en los aglomerados relevados por la EPH se observaron 222 mil empleos nuevos. Los salarios crecieron 26,3% anual, con un aumento de 35,6% para los empleos no registrados. A este resultado contribuyó la suba del salario mínimo a 1.200 pesos a partir de julio, y el incremento de 9,5% en los salarios de la Administración Pública Nacional. La homologación durante el tercer trimestre de 368 convenios y acuerdos colectivos, que cubren a 2,6 millones de trabajadores, permitió asegurar la continuidad de la recuperación de los salarios durante los próximos trimestres. Adicionalmente, en el mes de julio, el Gobierno incrementó el haber jubilatorio mínimo desde 655 a 690 pesos mensuales, y se otorgó una mejora de 7,5% para todos los haberes previsionales.



## 2. Resumen de las Notas Técnicas del Informe Económico Trimestral

**Panorama Internacional:** PROFUNDIZACIÓN DE LA CRISIS INTERNACIONAL. Se presenta una cronología de los principales eventos que afectaron la dinámica del mercado financiero desde inicios de 2007 y explica las razones que dictaron el inicio de la profundización de la crisis internacional, hacia septiembre de 2008.

**Finanzas Públicas:** HABER MÍNIMO COMO SEGURO IMPLÍCITO. En el antiguo sistema previsional de capitalización, el Estado garantizaba el pago de un haber mínimo. Este mecanismo implicaba una transferencia implícita a las AFJP en la forma de un seguro gratuito solventado por el fisco. Al calcular el costo fiscal de este seguro resulta una magnitud nada despreciable que ha sido muy pocas veces incorporado a las evaluaciones comparativas entre los sistemas.

**Sector Externo:** POLÍTICA SECTORIAL Y DES-EMPEÑO RECIENTE DE LAS EXPORTACIONES AUTOMOTRICES. La Nota Técnica ilustra la dinámica reciente de las exportaciones de la industria automotriz argentina, la cual mostró un punto de inflexión a partir de 2004, gracias a la política económica sectorial implementada por el Gobierno Nacional durante los últimos años, que incluyó tanto incentivos directos (aumento de la competitividad de la industria local) como indirectos (crecimiento del empleo y del poder adquisitivo de los trabajadores y, por ende, de la demanda interna de automóviles).

**Dinero y Bancos:** EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CAPITAL NACIONAL EN EL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO. Muestra la recuperación de la participación de la banca nacional en el mercado financiero argentino en el período 2003 – 2008, luego de la caída sufrida durante el régimen de convertibilidad, y el papel positivo que juega esta evolución sobre los niveles de eficiencia agregada del sector.

# II. CAPITULO

Panorma Internacional

# Panorma Internacional

## 1. Panorama de la Economía mundial

Durante los cuatro años previos al comienzo de la crisis de las hipotecas de baja calidad (a mediados de 2007) la economía mundial experimentó un alto crecimiento caracterizado por una tasa de expansión promedio de 5% anual liderada por el avance de las naciones emergentes.

A partir de junio de 2007 el deterioro observado en los principales mercados financieros del mundo, las correcciones en el mercado inmobiliario de los Estados Unidos y las fuertes fluctuaciones en los precios de los *commodities*, han afectado negativamente el proceso de crecimiento. La caída de *Lehman Brothers* (LB) y los efectos que ésta produjo sentenciaron la gravedad de la coyuntura de la mayoría de los países. Durante el período comprendido entre el último trimestre de 2007 y el segundo de 2008 las economías de los países centrales crecieron a una tasa anualizada promedio de 1%, en comparación con el 2,5% registrado durante los tres primeros trimestres de 2007. Estados Unidos fue el más afectado, en su carácter de centro de la crisis de las hipotecas de baja calidad, que generó fuertes restricciones en los mercados de crédito y correcciones violentas en el mercado inmobiliario.

Los países de Europa Occidental fueron afectados por los altos precios del petróleo (a fines del tercer trimestre de 2008 registraba un aumento anual de 30%, con picos de hasta 90% a mitad de año), por las restricciones crediticias, por el derrumbe del sector inmobiliario (la construcción cayó 7% anual), por la desaceleración de Estados Unidos y por la apreciación del euro, que se ha revertido parcialmente en este trimestre.

Japón fue perjudicado por la caída en sus exportaciones, que en el tercer trimestre de 2008 mostraron una caída anual de 4%, y por los términos de intercambio,

cuyo deterioro influyó sobre la demanda interna.

En cuanto a los países emergentes, la evidencia disponible hasta el momento muestra que el producto de estas economías pasó de crecer al 8% en los tres primeros trimestres de 2007 a 7,5% en los tres trimestres siguientes, en buena medida debido a la declinación de las exportaciones y de la demanda interna. De todos modos, se observa también una mayor solidez en las posiciones de las hojas de balance de los gobiernos de esas naciones, lo cual se refleja en su desempeño macroeconómico.

En caso de los BRIC (Brasil, Rusia, India y China), China avanzó 9,9% en el tercer trimestre de 2008 (10,4% en II.08), India 5,3% (7,6% en II.08), Rusia 6% (7,5% en II.08) y Brasil 6,8% (6,2% en II.08). Si bien las tasas de crecimiento de estas economías siguieron siendo elevadas, comienza a apreciarse cierta desaceleración tras la profundización de la crisis. Durante los últimos meses se percibió una fuerte tensión en los mercados financieros, producto de importantes pérdidas de capital. El índice S&P 500 de Estados Unidos registró una caída acumulada de 9% en el tercer trimestre, mientras que el Euro Stoxx 50 de la Eurozona se contrajo 18% y el índice Nikkei de Japón, 17%. Si bien durante los últimos meses se percibía una fuerte tensión en los mercados financieros, los gobiernos de los distintos países no llegaron a coordinar las acciones de política económica. Hasta la ya mencionada caída de LB, el pasado 15 de septiembre, sólo el gobierno de Estados Unidos había comenzado a intervenir más decididamente en los mercados. Por ejemplo, a mediados de julio, tomó la determinación de rescatar a los gigantes inmobiliarios *Freddie Mac* y *Fannie Mae*.

La caída de LB definió la política económica a favor de la preservación de las entidades con influencia

sistémica, aunque las tasas de interés de referencia de los principales bancos centrales (Estados Unidos, la Eurozona, Gran Bretaña y Japón) no sufrieron cambios significativos durante el tercer trimestre de 2008. En cuanto a la evolución de los precios internacionales, las materias primas alcanzaron sus máximos históricos en términos nominales durante los primeros días de julio de 2008. Esta fue la culminación de un proceso iniciado a fines de 1999, cuando comenzó a subir de forma progresiva el precio internacional del petróleo. El petróleo, que en 1999 promedió 19 dólares el barril, pasó a 30 dólares en 2000, 41 dólares en 2004 y 72 dólares en 2007. Durante el primer semestre de 2008, el ritmo de subas se aceleró hasta alcanzar prácticamente los 150 dólares a fines de junio. El resto de los principales *commodities* acompañó esa tendencia.

En julio de 2008 la profundización de la crisis financiera produjo una fuerte corrección a la baja de dichos precios. El Índice General de *Commodities* del FMI cayó 3% en el tercer trimestre de 2008, con fuertes diferencias entre los productos que lo componen.

El arroz registró una retracción trimestral de 21%, el cobre cayó 9%, el petróleo 5% y la soja 4%. Las mayores disminuciones se concentraron en los meses de agosto y septiembre, durante los cuales productos como la cebada, el aceite de soja y el petróleo experimentaron caídas consecutivas de precios superiores al 10% anual.

## 2. Tabla: Principales indicadores del panorama internacional

	2003 - 2006	2007	Acum. 2008	II 07	III 07	IV 07	I 08	II 08	III 08
<b>1 CRECIMIENTO ECONÓMICO</b>									
Variación Porcentual Anual									
Economías Desarrolladas									
Estados Unidos	3.0	2.1	1.8	1.8	2.8	2.3	2.5	2.1	0.7
Eurozona	1.9	2.6	1.3	2.6	2.6	2.1	2.1	1.4	0.5
Alemania	1.2	2.6	1.8	2.5	2.4	1.7	2.7	1.9	0.8
Francia	1.9	2.1	1.1	1.7	2.4	2.2	2.0	1.2	0.1
Japón	2.0	2.4	0.6	2.3	1.9	2.0	1.4	0.7	-0.3
Otras									
China	9.9	11.8	9.9	12.6	11.5	11.2	10.6	10.1	9.0
India	8.3	9.3	8.1	9.2	9.3	8.8	8.8	7.9	7.7
Rusia	7.0	8.1	7.3	8.1	7.3	9.5	8.5	7.5	6.0
América Latina									
Brasil	3.5	5.3	6.4	5.4	5.4	6.1	6.1	6.2	6.8
Chile	5.0	5.1	4.1	6.2	3.9	4.0	3.3	4.5	4.6
Colombia	5.5	8.2	3.7	8.4	6.9	8.4	4.1	3.7	3.3
Perú	5.9	9.0	10.6	8.5	8.9	9.8	9.8	11.1	10.7
Uruguay	7.0	7.6	13.1	4.7	9.6	9.2	9.8	16.3	13.2
Venezuela	8.1	8.4	5.4	7.6	8.7	8.5	4.9	7.3	4.1
<b>2 PRECIOS AL CONSUMIDOR</b>									
Variación Porcentual Anual									
Estados Unidos									
Estados Unidos	2.9	2.9	4.6	2.7	2.4	4.0	4.1	4.4	5.3
Eurozona	2.2	2.1	3.6	1.9	1.9	2.9	3.4	3.7	3.8
Alemania	1.5	2.3	3.0	2.0	2.4	3.1	2.9	2.9	3.1
Francia	1.9	1.5	3.2	1.2	1.3	2.3	2.9	3.3	3.3
Japón	-0.1	0.1	1.5	-0.1	-0.1	0.5	1.0	1.4	2.2
Otras									
China	2.1	4.8	7.0	3.6	6.1	6.6	8.0	7.8	5.3
India	4.4	6.5	7.3	6.9	6.3	5.2	5.4	7.6	9.0
Rusia	11.7	9.0	14.2	8.0	8.9	11.4	12.9	14.8	14.9
América Latina									
Brasil	8.1	3.6	5.5	3.3	4.0	4.3	4.6	5.6	6.3
Chile	2.6	4.4	8.7	2.9	4.8	7.2	8.0	8.9	9.3
Colombia	5.6	5.5	6.7	6.2	5.3	5.4	6.1	6.4	7.7
Perú	2.4	1.8	5.5	0.8	2.4	3.5	4.8	5.5	6.1
Uruguay	10.1	8.1	7.6	8.1	8.7	8.7	7.7	7.6	7.6
Venezuela	20.7	18.7	30.5	19.4	16.1	20.1	25.9	31.0	34.7
<b>3 PRECIOS DECOMMODITIES</b>									
En dólares									
Petróleo	49	72	113	65	75	91	98	124	118
Soja	238	317	495	285	323	390	489	508	488
Trigo	162	255	358	205	273	341	409	347	318
Maíz	109	163	242	158	153	172	220	259	245
Oro	456	698	898	668	681	791	924	898	872
<b>4 TASAS DE INTERÉS</b>									
Nominal Anual									
LIBOR	2.9	5.3	3.1	5.4	5.4	5.0	3.3	2.8	3.2
Fed Funds	2.7	5.0	2.4	5.3	5.2	4.5	3.2	2.1	2.0
Tasa Oficial del Banco Central Europeo	2.3	3.8	4.1	3.8	4.0	4.0	4.0	4.0	4.3
SELIC	18.6	12.0	12.3	12.4	11.5	11.3	11.3	11.8	13.8
<b>5 TIPO DE CAMBIO</b>									
Moneda Local / dólares									
Euro	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7
Real	2.7	1.9	1.7	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	1.7
Yuan	8.2	7.6	7.0	7.7	7.6	7.4	7.2	7.0	6.8
Yen	112.6	117.8	105.8	120.9	117.8	113.1	105.2	104.5	107.6
<b>6 INDICADORES BURSÁTILES</b>									
En dólares - Puntos Básicos									
Dow Jones	10,320	13,171	12,066	13,220	13,478	13,503	12,371	12,503	11,325
NASDAQ	1,999	2,578	2,335	2,553	2,607	2,703	2,333	2,426	2,246
FTSE 100	8,807	12,826	11,188	12,981	12,857	13,206	11,616	11,807	10,140
Nikkei 225	109	143	123	148	140	135	118	132	119
Bovespa	10,250	26,596	35,598	24,470	28,153	33,046	34,329	39,020	33,445
Merval	427	695	641	705	688	711	659	676	587
<b>7 INDICADORES DE RIESGO SOBERANO</b>									
En Puntos Básicos									
EMBI Latinoamérica	379	190	297	158	207	220	280	296	314
EMBI Argentina	3448	319	578	266	411	386	483	557	694
EMBI Brasil	503	180	241	149	186	197	259	214	250

Fuente: Bloomberg

### 3. Profundización de la crisis financiera internacional

#### Introducción

El desencadenamiento de la crisis financiera que actualmente atraviesa el mundo se inició sobre finales de 2006, cuando diferentes empresas asociadas al mercado inmobiliario de los Estados Unidos comenzaron a registrar importantes pérdidas, generalizando los quebrantos y poniendo en duda la sostenibilidad del modelo de negocios que este sector había desarrollado y profundizado desde comienzos del nuevo milenio.

En contradicción evidente con la creencia en la eficiencia del sistema financiero y las prácticas de diversificación del riesgo, el contagio de este colapso inmobiliario hacia los mercados financieros fue prácticamente inmediato. A lo largo de 2007 diferentes episodios fueron acumulando tensiones en los mercados de valores y luego, la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers y el salvataje a la principal compañía aseguradora de los Estados Unidos, American International Group (AIG) a mediados de septiembre de 2008 disparó un proceso de desapalancamiento en los principales centros financieros del mundo que dio lugar a crecientes restricciones en el acceso al financiamiento, generando la mayor crisis económica y financiera desde la “Gran Depresión” iniciada en 1929.

En esta Nota Técnica se analizan los principales antecedentes de la crisis actual y una cronología de los principales eventos que afectaron la dinámica del mercado financiero desde inicios de 2007 hasta fines de septiembre de 2008.

#### Antecedentes

##### a. Desbalances Globales

La agudización de persistentes desbalances en los resultados de cuenta corriente (y por lo tanto en las cuentas financieras) entre los diferentes países del mundo ha sido uno de los antecedentes usualmente mencionados para explicar el desarrollo de burbujas

en los precios de las viviendas, de los commodities y de activos que se produjeron en el mercado financiero de Estados Unidos y que explican la magnitud y ramificaciones de la crisis actual.

En el Informe Económico Trimestral N° 64 del segundo trimestre de 2008, la Nota Técnica “Desbalances globales en perspectiva” presentó un detallado análisis de las principales tendencias e implicancias que esta trayectoria en los flujos de capitales y de mercancías en el mercado global implicaron como fuente desestabilizadora de la arquitectura financiera internacional.

Aquí basta con recordar que la afluencia de voluminosas cantidades de capital hacia los Estados Unidos (materializada en gran medida en la acumulación de reservas internacionales por parte de los países emergentes) se destinó a financiar el creciente nivel de gasto y endeudamiento público y privado de ese país. Este flujo de capitales actuó como un amplificador sobre el tradicional ciclo de crédito que observan las economías desarrolladas, financiando un fuerte crecimiento en el momento del auge, pero potenciando y generalizando las pérdidas en la fase bajista del ciclo. La virulencia y ramificaciones de la crisis actual ponen de manifiesto que sistemas ampliamente integrados y con numerosos enlaces entre entidades tienden a profundizar las consecuencias negativas que se disparan ante la ocurrencia de severas perturbaciones financieras.

##### b. Política Monetaria

Previo al actual colapso económico y financiero que atraviesa el mundo, la literatura ortodoxa parecía haber alcanzado cierto “consenso” en lo que hace al accionar de los bancos centrales. Básicamente, el objetivo del hacedor de política monetaria debía centrarse exclusivamente en mantener en el largo plazo la estabilidad de precios.

Dos preposiciones básicas explicaban esta postura. Primero, la idea de que la utilización de la política monetaria como instrumento para reducir los niveles de desempleo en el corto plazo podía ser indeseable ya que llevaba a una mayor inflación pero no altera-

ba los niveles de empleo. Segundo, la idea de que la estabilidad de precios en el largo plazo promovía un mayor nivel de producto y aceleraba la tasa de crecimiento de la economía<sup>1</sup>.

Este énfasis en centrar el accionar de un banco central en prevenir las tensiones inflacionarias no es trivial en cuanto a sus efectos sobre la estabilidad del sistema financiero. Numerosos trabajos han resaltado el potencial riesgo que episodios de auge y caída en los precios de los activos impone sobre el sistema económico en general.

Sin embargo, el “consenso” sostenía la preponderancia del objetivo anti-inflacionario. Desde ese punto de vista, la política monetaria no debía responder ante cambios en los precios de los activos en tanto estos últimos no fuesen señales respecto de la inflación esperada<sup>2</sup>.

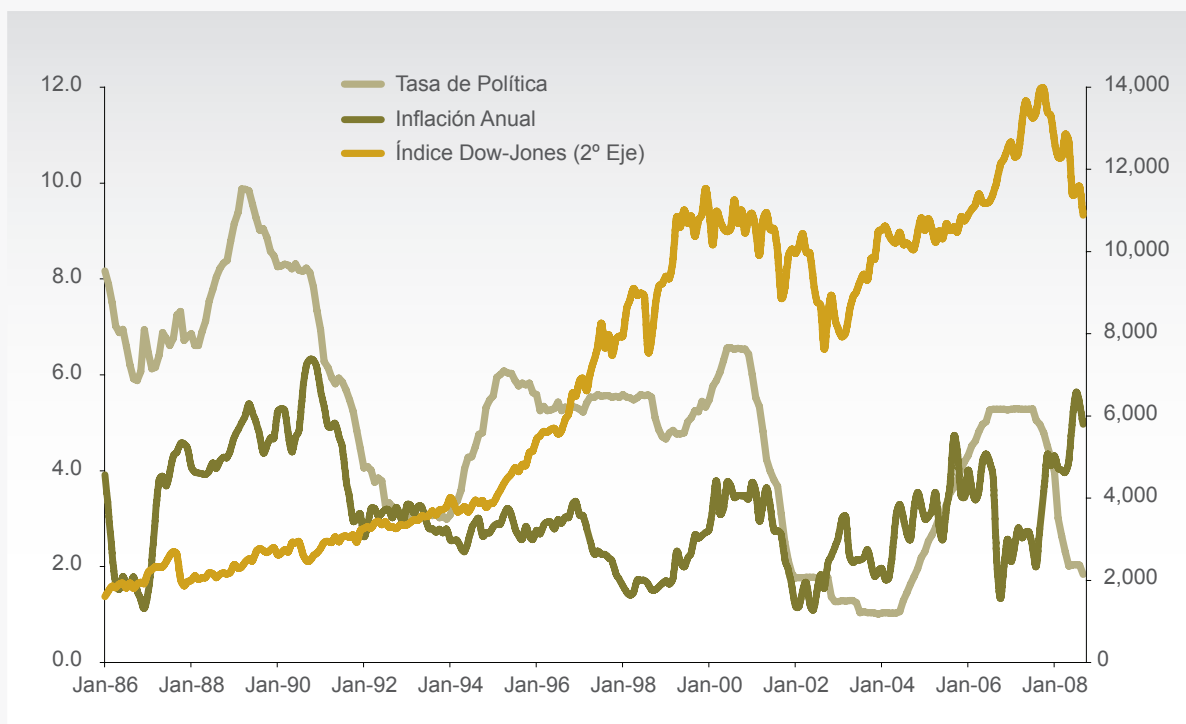
El hecho de que los banqueros centrales se centraran exclusivamente en el nivel de precios no contribuyó a desarrollar los instrumentos de política que permitirían preservar la estabilidad financiera. De allí que una

vez producida la reversión en el precio de los activos, los efectos nocivos de tal perturbación se propagaran de forma acelerada cuestionando de modo severo la propia sostenibilidad y solvencia del principal sistema financiero del mundo. A su vez, esta crisis forzó profundas restricciones en el crédito al sector privado que dio lugar a una de las principales recesiones a nivel global de los últimos 70 años.

1 Ver por ejemplo, Mishkin, F. (1997) “Strategies for Controlling Inflation”.

2 La visión de los autores ortodoxos no implica que el banquero central deba desatender el objetivo de estabilidad financiera, sino que este objetivo y el de estabilidad de precios son consistentes y se refuerzan mutuamente. Sin embargo, el canal central por el cuál esta relación opera, postula que el aumento en los precios de los activos incentivaba el crecimiento de la demanda agregada y por lo tanto tiende a presionar sobre el nivel de precios. Desde ese punto de vista, el banquero central debe operar de modo contractivo (leaning against the wind) reduciendo tanto el alza en el precio de los activos como la inflación. Esta visión es contradictoria con lo ocurrido en los últimos años, donde al menos tres burbujas de precios se produjeron en un contexto de baja inflación.

## GRÁFICO I. INFLACIÓN, TASA DE POLÍTICA Y MERCADOS FINANCIERO



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de St. Louis Fed.

### c. Mercado Inmobiliario, Innovación Financiera y (Des)Regulación

Desde inicios de los años setenta, empresas financieras (bancos de segundo piso) de propiedad mixta que compraban líneas de créditos hipotecarios de alta calidad, como Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) y Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), fueron pioneras en la securitización de

estas carteras. Esta operatoria consiste en la emisión de bonos, llamados usualmente MBS (*Mortgage Backed Securities*), que rinden un interés compuesto por el flujo de pagos de los deudores hipotecarios. Con el fin de atraer a los inversores, era fundamental que los títulos emitidos obtuviese una elevada calificación de riesgo, ya que esto implica un mayor precio en el bono, y por lo tanto, un menor flujo de intereses en el pasivo.

**TABLA I.**  
**BALANCE HIPOTÉTICO DE UN VEHÍCULO FINANCIERO RESPALDADO EN HIPOTECAS**

Activo	Pasivo
Créditos Hipotecarios (de diverso riesgo y exposición territorial)	Tramo Senior Tramo Mezzanine Patrimonio Neto

➔ Mortgage-Backed Security (MBS)

Fuente: elaboración propia en base a datos de la FED

Esto último era posible mediante la emisión de bonos en diferentes tramos o tranches (típicamente tres: Senior, Mezzanine y otro), que asumían distintas exposiciones al riesgo (y, por lo tanto, rendían un interés diferente). En caso de que el flujo de pagos de los créditos hipotecarios se redujese, el tramo más riesgoso entraría en cesación de pagos (default), luego lo haría el tramo Mezzanine y finalmente, el Senior. Esta estructura de “pago en cascada” se complementaba con la compra de la parte más riesgosa del bono por parte de la entidad emisora, que de este modo quedaba expuesta al mayor riesgo en los créditos subyacentes. Adicionalmente, se diversificaba los tipos de crédito en función del Estado donde fueron otorgados y la calidad de los mismos.

La estructura de pagos y la diversificación regional y de calidad en los colaterales tendían a asegurar

elevadas calificaciones para los tramos Senior (AAA o AA) y Mezzanine (BBB).

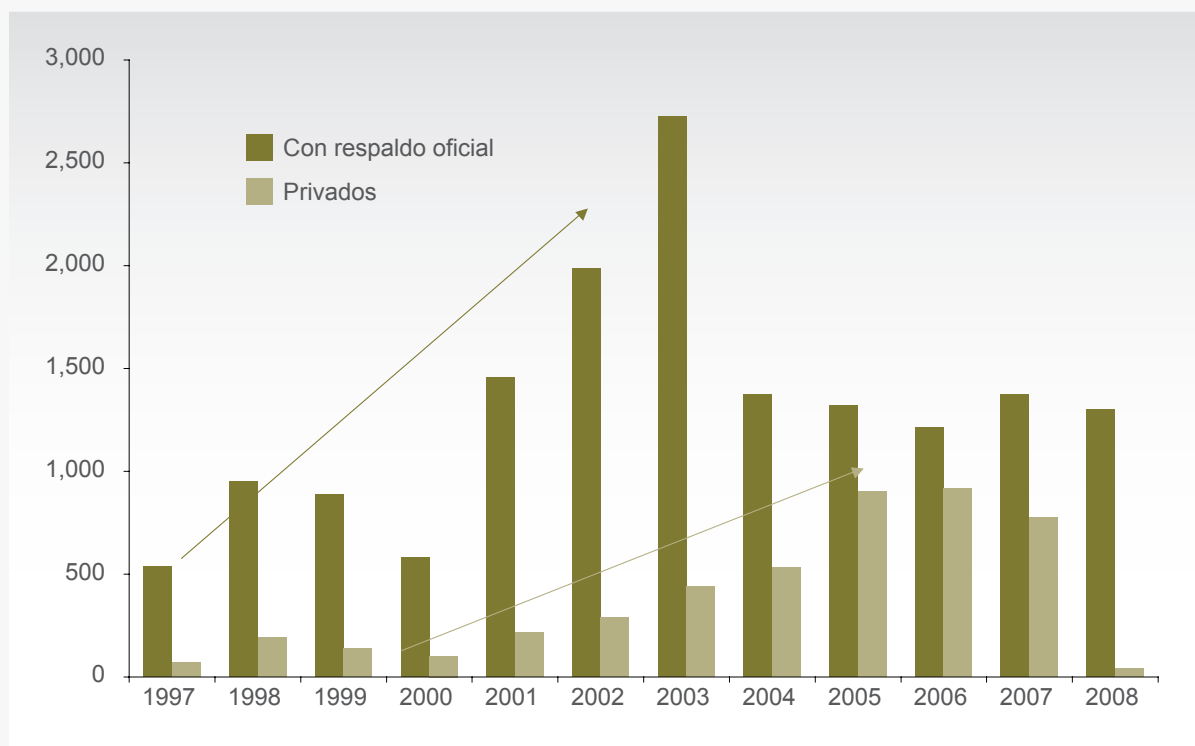
Para la entidad emisora, esta operación implicaba el acceso inmediato a liquidez al tiempo que permitía sacar del balance del banco la cartera de créditos y, por lo tanto, reducir la exposición a créditos de mala calidad.

Desde comienzos del nuevo milenio, dado el atractivo rendimiento y “bajo riesgo” que ofrecían este tipo de bonos, la emisión de activos respaldados en hipotecas se extendió al sector financiero privado cuya participación pasó de representar un 13,4% del total emitido en el período 1996-2003 a superar el 40% (unos 900 mil millones de dólares) en 2005/6<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> La entidad dueña del banco de inversión puede haber otorgado los créditos o directamente haber adquirido la cartera de un operador inmobiliario.



**GRÁFICO II.**  
**EMISIÓN DE ACTIVOS RESPALDADOS EN HIPOTECAS.**  
**EN MILES DE MILLONES DE DÓLARES.**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Securities Industry and Financial Markets Association.

El instrumento legal por el cual las entidades (de respaldo público o privadas) emitían estos bonos era a través de estructuras financieras específicas denominadas SIV (Structured Investment Vehicles) o SPV (Special Purpose Vehicles). Estos vehículos operaban como fondos de inversión independientes, fuera de la hoja de balance del propietario y sólo respondía por el patrimonio neto de la firma<sup>4</sup>.

El nuevo fondo de inversión (SPV o SIV) recibía en su activo los bonos hipotecarios que la entidad financiera dueña del mismo le transfería o podía comprar en su activo bonos respaldados en hipotecas (MBSs), sobre los que luego emitían nuevos títulos al mercado financiero denominados típicamente CDO (Collateralized Debt Obligations)<sup>5</sup>.

La tenencia y comercialización de estos instrumentos generaba importantes ganancias por diferenciales en las tasas de interés entre el rendimiento de los bonos

emitidos (pasivo) y aquellos que componían el activo de los vehículos propietarios de los fondos.

Una vez más, dado que los bonos hipotecarios que componían el activo del fondo eran de diversa calidad y maduración, estaban dispersos regionalmente y tenían una estructura de “pago en cascada” las agencias calificadoras de riesgo asumían que esta construcción del bono reducía sensiblemente la exposición del activo a un default generalizado y, por lo tanto, garantizaba la calidad de los pasivos (Senior y Mezzanine) emitidos por el fondo.

<sup>4</sup> Típicamente la participación del patrimonio neto en el total del balance del fondo era bajo. Dicho de otro modo, esto implica que los mismos podían operar altamente apalancados.

<sup>5</sup> Estos fondos de inversión que compraban MBS y emitían nueva deuda pueden ser propiedad de bancos de inversión sin ninguna vinculación directa con el mercado inmobiliario/hipotecario.

**TABLA II.**  
**BALANCE HIPOTÉTICO DE UN VEHÍCULO FINANCIERO RESPALDADO EN BONOS HIPOETCARIOS.**

Activo	Pasivo			
Bonos Hipotecarios (de diverso riesgo y exposición territorial)	<table border="1"> <tr> <td>Tramo Senior</td> </tr> <tr> <td>Tramo Mezzanine</td> </tr> <tr> <td>Patrimonio Neto</td> </tr> </table>	Tramo Senior	Tramo Mezzanine	Patrimonio Neto
Tramo Senior				
Tramo Mezzanine				
Patrimonio Neto				

→ Collateralized Debt Obligations (CDO)

La proliferación de bonos hipotecarios y vehículos financieros se dio en paralelo con un nuevo esquema de negocios en el mercado de créditos hipotecarios, denominado en inglés Originate to Distribute (OTD). Esquemáticamente, puede decirse que el mercado de créditos para la compra de viviendas quedó dividido en dos.

Por un lado, el otorgamiento de créditos por parte de los bancos (y operadores hipotecarios que conceden créditos para luego vender la cartera a los bancos) se realizaba buscando incrementar el volumen de negocios sin un control eficiente sobre los riesgos, dado que las ganancias se concentran en una comisión por crédito otorgado. Los menores incentivos a controlar la calidad de los créditos otorgados dio lugar a la aparición de líneas de diferente tipo que implicaban distintos riesgos:

- **“Conforming” o “A-Paper”**: Típicamente adquiridos por las entidades apoyadas por el gobierno (Government Sponsored Entities ó GSE). Era financiamiento a propietarios únicos con buen historial crediticio, baja relación préstamos-valor y ratio deuda-ingresos en valores preestablecidos. Tenían un máximo de USD 417.000 y un plazo de hasta 30 años. El estándar que deben cumplir estos créditos es definido por una agencia gubernamental.
- **“Jumbo”**: Características similares a los antes mencionados (Conforming), pero sin límite máximo.
- **“Subprime” o “B/C-Paper” (podía incluir Alt-A, Low-doc y otros)**: Eran aquellos que no cumplen con el estándar de los A-Papers. Sin

verificación de ingresos, deudores con mal historial crediticio, pago mensual de interés en los primeros años y “amortización negativa” (el capital se incrementa con el tiempo), sin requerimientos de pago inicial, plazos de hasta 40 años, etc.

Por el otro, se encontraba el mercado financiero que securitizaba las carteras hipotecarias, emitiendo y remitiendo bonos cuyo objetivo era incrementar las ganancias por diferenciales de interés. Este mercado era el que asumía los riesgos de morosidad del mercado hipotecario al tiempo que también funcionaba como una fuente de alta liquidez para el mismo.

Teniendo en cuenta que, más allá de cualquier calificación, estos bonos implicaban algún riesgo de default, una vez colocados en el mercado era posible comprar un seguro que garantice ante este escenario. Dicho de otro modo, era posible asegurarse contra el riesgo de incumplimiento en el pago mediante la adquisición de un CDS (Credit Default Swaps) emitido principalmente por compañías aseguradoras, bancos comerciales o de inversión.

Este derivado financiero funcionaba como un seguro en el cuál la parte compradora pagaba durante la

<sup>6</sup> Esto último funcionaba como un fuerte incentivo a las aseguradoras para emitir CDS sobre los tramos menos riesgosos (vgr. Mezzanine). Esto es así, porque previo al colapso financiero se asumía que el riesgo de estos bonos (MBS, CDO, etc) era bajo y además, en caso de no pago de alguna parte, el primer afectado sería el tramo de mayor riesgo en poder del propio fondo inversor. En este sentido, sólo un default considerable que supere la participación de la parte riesgosa activaría los CDS sobre los otros tramos, evento al que asignaban probabilidades (que probaron estar mal estimadas) muy bajas.

vigencia del contrato una comisión a la parte emisora, con el compromiso de que en el caso de default la segunda adquiriría a precio nominal el bono en cesión de pagos<sup>6</sup>.

Mientras no se diera la cesación de pagos, un CDS otorgaba al emisor un flujo de ingresos que a su vez también puede ser securitizado en el mercado finan-

ciero. Es decir, el fondo inversor (o la institución dueña del fondo) podía crear un nuevo fondo del que sólo asumiría responsabilidad por el patrimonio neto, y emitía nuevas deudas llamadas en este caso CDO Sintéticos comprometiendo en los mismos los flujos de ingresos generados por los CDS adquiridos.

**TABLA III.**  
**BALANCE HIPOTETICO DE UN VEHÍCULO FINANCIERO SINTÉTICO.**

Activo	Pasivo			
CDS  (Sobre MBS y/o CDO ya emitidos)	<table border="1"> <tr> <td>Tramo Senior</td> </tr> <tr> <td>Tramo Mezzanine</td> </tr> <tr> <td>Patrimonio Neto</td> </tr> </table>	Tramo Senior	Tramo Mezzanine	Patrimonio Neto
Tramo Senior				
Tramo Mezzanine				
Patrimonio Neto				

→ CDO - Sintético

Fuente: Elaboración propia a partir datos de Securities Industry and Financial Markets Association.

La propia práctica de securitización y trozado de activos y derivados financieros implicaba sucesivas rondas de apalancamiento en los fondos de inversión y una imposibilidad fáctica en determinar la real exposición al riesgo de cada activo o fondo, ya que las hojas de balance de los mismos no eran conocidas. Los participantes en el mercado y las propias agencias calificadoras de riesgo consideraban que esta diseminación del riesgo y la diversificación de la exposición al mismo reducían de modo sensible la fragilidad del sistema. En igual sentido, los organismos de regulación operaban bajo la creencia de que las propias entidades financieras debían y podían valorar de modo correcto el nivel de exposición que asumían, por lo que se dejaba operar al mercado financiero con la menor intervención posible (autorregulación). En evidente contradicción con la evaluación de las agencias calificadoras de riesgo y la opinión del conjunto de operadores financieros, el contagio entre el mercado inmobiliario y el financiero fue prácticamente inmediato. Los cambios en el entorno económico (suba de tasas de interés, desaceleración en la

suba de precios de las viviendas, etc.) limitaron de modo sensible la capacidad de pago de los deudores hipotecarios.

Al incrementarse las tasas de morosidad de los créditos más riesgosos, se produjo un corte en el flujo de fondos de los activos respaldados en hipotecas y se generó una pronunciada caída en la cotización de los mismos. Esto a su vez disparó pérdidas superiores a las esperadas en los CDO, lo que forzó la activación de los seguros en circulación (CDS). Finalmente, los CDO Sintéticos vieron mermar los ingresos en su activo y la situación de iliquidez congeló al mercado financiero, propagando y generalizando pérdidas. Ante este nivel creciente de pérdidas, el costo de los CDS tendió a incrementarse de modo significativo, al tiempo que las empresas evaluadoras de riesgo bajaron la calificación (downgrade) de los derivados asociados a créditos de baja calidad (Subprime), reforzando la tendencia bajista en el precio de estos activos con fuertes pérdidas de capital para los tenedores de los mismos.

Rápidamente la iliquidez del mercado de bonos hipotecarios junto con el reconocimiento de errores en la valuación de riesgos propagó la situación de crisis a todos los mercados de activos financieros, disparando pérdidas en los bancos comerciales, de inversión y compañías aseguradoras.

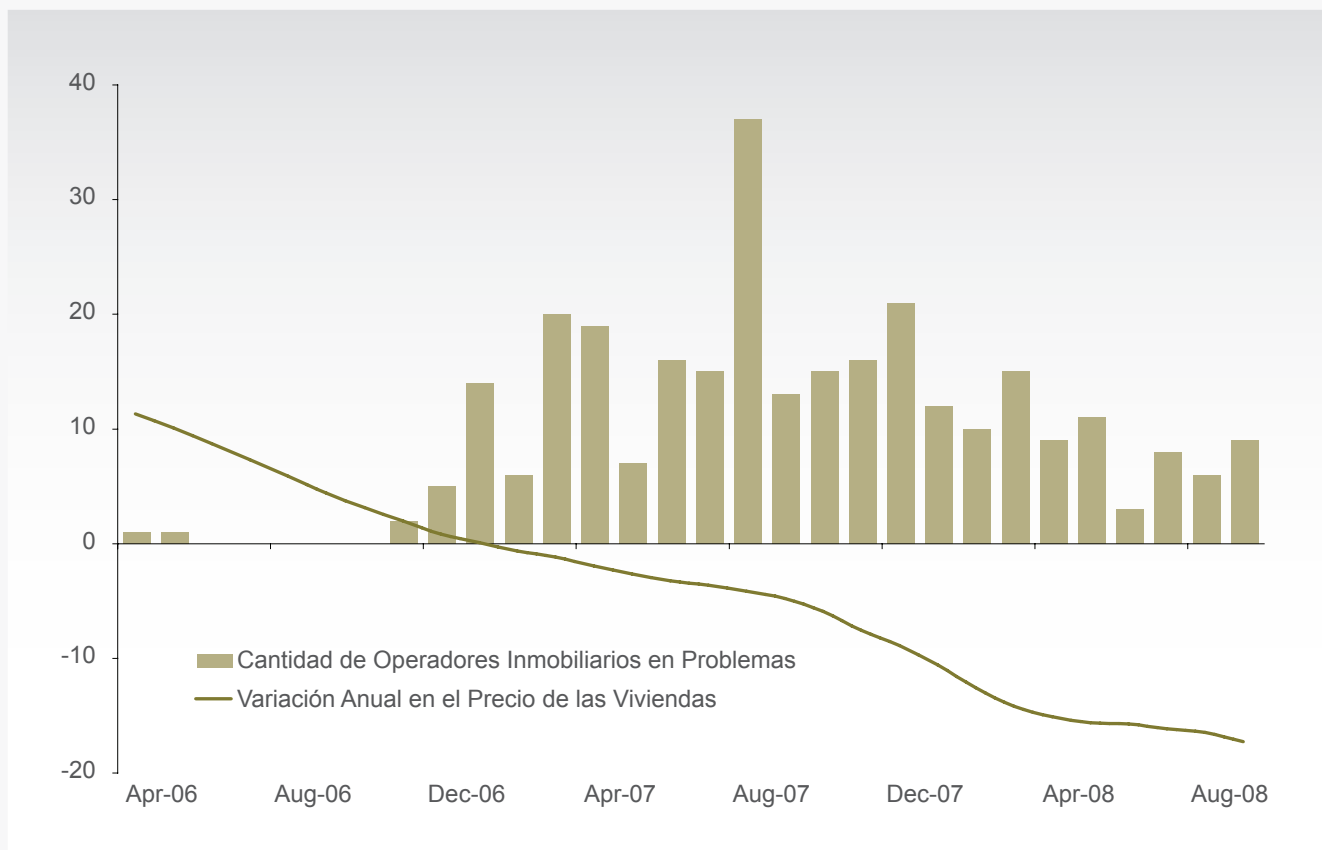
En resumen, uno de los aspectos centrales de la crisis financiera internacional, es que la profunda innovación financiera generó una constante búsqueda de mayores rendimientos por parte de los diferentes inversores que superó la capacidad de administrar el riesgo por parte de las propias instituciones y de las estructuras de regulación.

Esto último pone de manifiesto la necesidad de contar con regulaciones estatales independientes de las entidades que operan en el mercado financiero, ya que la búsqueda de altos rendimientos por parte de estas últimas puede poner al conjunto del sistema en una situación de extrema fragilidad que no es debidamente internalizada por las firmas particulares.

### Cronología de la Crisis

A mediados de 2006 el precio de las viviendas de los Estados Unidos dejó de crecer al ritmo exponencial que venía exhibiendo desde inicios del nuevo milenio. El índice de precio de viviendas Case-Shiller pasó de un crecimiento promedio anual superior al 14% en el período 2003-2005 a uno sólo un 7,6% anual promedio en 2006, para caer 4% en 2007 y 16% en 2008. El Gráfico III muestra que el hecho de que los precios de las viviendas dejaran de crecer por sobre el 10% puso en duda la propia sostenibilidad del mercado hipotecario. El estancamiento (y posterior caída) en el precio de los inmuebles dio lugar a que los operadores del mercado inmobiliario comenzaran a enfrentar serios problemas en la colocación de nuevas financiamientos y/o limitaran las opciones de refinanciamiento para deudores en problemas, lo que generalizó los quebrantos y aceleró el círculo contractivo del mercado hipotecario.

**GRÁFICO III.**  
**OPERADORES INMOBILIARIOS Y PRECIOS DE VIVIENDAS**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Standard & Poors.

El 2 de abril de 2007, New Century Financial Corporation, empresa líder en este mercado, se declara en bancarrota. El 6 de agosto, American Home Mortgage Investment Corporation se declara en quiebra. Hacia el 16 del mismo mes, la empresa más importante de la industria hipotecaria, Countrywide Financial Corporation había agotado la totalidad de los 11,5 mil millones de dólares en líneas contingentes que tenía a su disposición advirtiendo que la firma se encontraba en una situación difícil. El 11 de enero de 2008, Countrywide es absorbida totalmente por el Bank of America en una operación equivalente a 4 mil millones de dólares.

En paralelo, los mercados de activos financieros de los Estados Unidos comenzaron a reflejar las tensiones acumuladas en el mercado hipotecario. Hacia mediados de 2007 los quebrantos de fondos que operaban de forma altamente apalancada con activos tóxicos comenzaron a reproducirse. El 31 de julio de 2007 el banco de inversión Bear Stearns liquidó dos de sus fondos de inversión. La incertidumbre e inestabilidad financiera se trasladó al mercado mundial a principios de agosto cuando el principal bancos francés, el BNP Paribas, suspendió las amortizaciones en tres de sus fondos de inversión. El 14 de septiembre, el Tesoro de Gran Bretaña anunció una línea de apoyo financiero a uno de los principales proveedores de créditos hipotecarios del país, el banco Northern Rock. El 17 de febrero de 2008, el Gobierno Británico nacionalizó este banco.

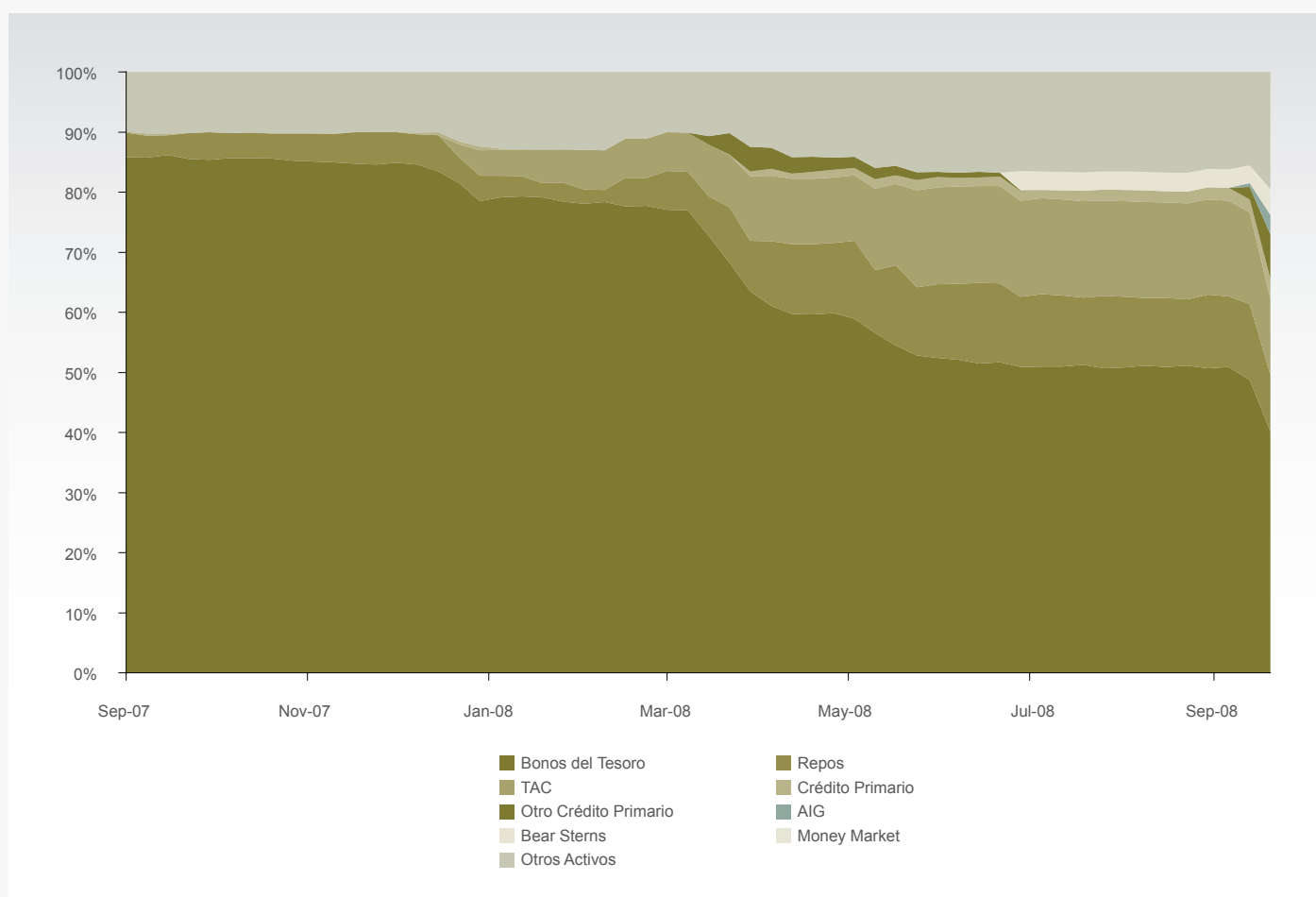
En respuesta ante este nuevo escenario, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) modificó a mediados de septiembre de 2007 y en una reunión llamada de urgencia, el sesgo de su política monetaria reduciendo su tasa de interés de política en 50 p.b. (Fed Funds Rate) y comienza así un estrategia de agresiva reducción en las tasas de interés de corto plazo que junto con la creación de diferentes líneas de financiamiento buscó evitar que la iliquidez de los activos tóxicos se contagiara a todo el mercado. Hacia marzo de 2008, cuando la situación parecía estabilizarse, la Fed financió la adquisición de Bear Stearns por parte del banco comercial J.P. Morgan-Chase antes de que el mismo se declare en quiebra.

A mediados de julio, tanto la Fed como el Tesoro de los Estados Unidos anunciaron un incremento en las líneas de financiamiento para las dos empresas de propiedad mixta más importantes del mercado hipotecario de los Estados Unidos; Fannie Mae y Freddie Mac. En un contexto donde las perspectivas de crecimiento en la economía real ya comenzaban a revertirse a la baja, el día 15 de septiembre de 2008, el banco de inversión Lehman Brothers se declaró en quiebra. El mismo día, el Bank of America anunciaba su intención de adquirir el banco de inversión Merrill Lynch en 50 mil millones de dólares. Al día siguiente, la Fed anunció la autorización de una línea de crédito por 85 mil millones de dólares a la principal empresa aseguradora del país, American International Group (AIG). Antes de fines de mes, y con intención de evitar nuevos quebrantos, los dos principales bancos de inversión de los Estados Unidos, Morgan Stanley y Goldman Sachs modificaron su estatus legal a bancos comerciales. El 3 de octubre el congreso de Estados Unidos aprobó la creación de un programa gubernamental diseñado para adquirir activos tóxicos (Troubled Assets Relief Program, o TARP).

En esta línea, las autoridades de los Estados Unidos respondieron de forma agresiva y novedosa, procurando principalmente recuperar las hojas de balance de las principales entidades financieras comprometidas, de modo de que estos retomasen la operatoria crediticia. La Fed, a través de sucesivas bajas, llevó su tasa de política a un mínimo histórico, al tiempo que se crearon una serie de diferentes programas que implicaron que la Fed asumiría en su hoja de balance los activos tóxicos a cambio de la entrega de Letras del Tesoro o Dólares a los bancos para descomprimir las tensiones que estos enfrentaban (ver Gráfico IV).

Hacia fines de septiembre de 2008, el mercado financiero global entraba en un proceso de severa retracción. El período de innovación y auge antes descripto dejó profundamente degradadas las hojas de balance de entidades financieras clave, que mostraron una manifiesta debilidad por el alto nivel de apalancamiento y exposición que los fondos de inversión de su propiedad, operando fuera de la hoja de balance, habían asumido.

**GRÁFICO IV.  
COMPOSICIÓN DEL ACTIVO DE LA RESERVA FEDERAL.  
COMO % DEL TOTAL.**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Reserva Federal de los Estados Unidos.

### Reflexiones finales

Las diferentes explicaciones que suelen esgrimirse para explicar la magnitud de la crisis financiera que estalló a mediados de 2007 y se profundizó en septiembre de 2008 pueden utilizarse como herramientas complementarias para comprender este fenómeno. Los denominados desbalances globales, las políticas monetarias seguidas en los países centrales, la innovación y desregulación financiera, entre otras, han dado lugar a que el mundo enfrente una recesión de proporciones no vistas en al menos 70 años.

En vista de que la eficiencia en el funcionamiento del mercado financiero ya no puede sostenerse, y que las consecuencias de las crisis en el mismo generan

fuertes caídas en el bienestar del conjunto de la sociedad, la reconstrucción tiene como requisito fundamental poner en sus cimientos la necesaria intervención de mecanismos de control gubernamental.

Deberá transcurrir un tiempo considerable para que las consecuencias reales a nivel global de esta crisis financiera puedan ser correctamente apreciadas. En cualquier caso, no deja de ser evidente que la propia dinámica de crecimiento y expansión de un mercado financiero desregulado y globalmente integrado engendra una profunda inestabilidad y fragilidad, la que debe ser regulada y monitoreada por parte de organismos multilaterales en el marco de una nueva arquitectura financiera internacional.

# III. CAPITULO

Nivel de Actividad

# Nivel de Actividad

En el tercer trimestre de 2008 volvió a registrarse un incremento anual del PIB (6,7%) que constituyó el vigésimo tercero consecutivo de expansión. La comparación desestacionalizada respecto del segundo trimestre indicó una suba de 1,5%, porcentaje inferior al promedio trimestral de incremento registrado entre 2003 y 2007 (2,3%), evidenciando cierta desaceleración del ritmo de expansión asociada a un empeoramiento de la situación internacional.

## 1. Demanda Agregada

Tanto el Consumo Privado como el Público se expandieron por debajo del PIB con tasas de 6,6% y 6,2%, respectivamente, estimulados por el incremento en las remuneraciones y por la suba en los haberes jubilatorios. La participación del Consumo Privado en el producto se ubicó en 65,5% (promedio de los últimos cuatro trimestres), cifra semejante al promedio de los últimos 5 años (65,6%).

La inversión siguió exhibiendo un buen desempeño al crecer 8,4% anual. En los últimos cuatro trimestres la tasa de inversión se ubicó en 23,5%, el valor más elevado de la serie iniciada en 1993, 5,1 p.p. por sobre el promedio del período 2003-06 y 2,3 p.p. superior al máximo registrado a mediados de 1998.

El financiamiento de la inversión mantuvo un elevado componente local. El ahorro nacional bruto superó a la inversión, reflejo de un ahorro negativo del resto del mundo, al igual que en los seis años precedentes. La tasa de ahorro nacional bruto de la economía se mantuvo elevada (25,4%), aunque inferior al promedio de los 4 últimos trimestres (27%).

La inversión en Equipo Durable siguió expandiéndose con fuerza, a una tasa del 16,2% anual. El crecimiento estuvo centrado en la incorporación de equipo durable de producción importado, que contribuyó con el 61% al aumento de la inversión, como consecuen-

cia de las mayores importaciones de vehículos para el transporte de mercancías, grupos electrógenos, chasis con motor, compresores y aparatos para filtrar o depurar gases. La inversión en construcciones creció 2,8% anual.

La contribución de las exportaciones netas pasó de negativa a positiva con respecto al trimestre anterior. A la mejora del ritmo de crecimiento de las exportaciones (12,1% en el tercer trimestre vs. 2,0% en el primer semestre) debe sumarse el rápido ajuste de las importaciones ante la leve desaceleración del producto, que se tradujo en una tasa de crecimiento de 13,4%, frente al 23% del primer semestre<sup>7</sup>.

## 2. Oferta Agregada

En el tercer trimestre los sectores productores de Bienes tuvieron un desempeño levemente superior al registrado en el segundo (3,9% vs 3,0% anual), que se debió a la suavización de la caída en la producción primaria (de -3,2% en el segundo trimestre a -0,4% en el tercero). Si bien en el acumulado del año presentan comportamientos claramente positivos, la Industria y la Construcción también fueron alcanzados por la desaceleración en el tercer trimestre. Los prestadores de Servicios se expandieron 7,5%, principalmente impulsados por Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones (11,9%) y la Intermediación Financiera (17,5%).

El PIB de Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura registró nuevamente una baja trimestral, aunque más moderada, de 1,9% interanual, luego de siete trimestres consecutivos de expansión. Finalizada la campaña 2007/2008, la superficie sembrada se incrementó 10% en el caso de los cereales y 4% en el de oleaginosas. La producción alcanzó 96,9 millones de toneladas (50,9 millones de oleaginosas y 44,5 millones de

<sup>7</sup> Ver capítulo de Sector Externo.



cereales) con un aumento de 2,7% respecto de la cosecha 2006/2007. Se destacaron el girasol, cuya producción aumentó 32,9%, atribuible a un notable crecimiento respecto de la campaña anterior de 10% en la superficie sembrada y de 21,5% en los rindes, y el incremento de 11,6% en la producción de trigo, como consecuencia de expansiones en la superficie sembrada y en los rindes (de 4,6% y 7%, respectivamente). Después de sendas bajas en los dos primeros trimestres del año, la producción de carnes bovinas y porcinas registró un aumento en el tercer trimestre de 5,9% y de 16,9%, respectivamente. La faena de pollos, que se mantiene creciendo ininterrumpidamente desde principios de 2003, registró en el último período una expansión de 16%. En relación con la pesca, los desembarcos aumentaron 7,2% en el tercer trimestre de 2008 debido a un gran incremento en los moluscos (calamares; 124,8%), uno más moderado de los crustáceos (langostinos y camarones; 4%) y una menor captura de peces (-6,4%).

La Industria creció a una tasa anual de 5,5% durante el tercer trimestre de 2008 a un ritmo inferior al registrado en el primer semestre (6,1%). El nivel de producción manufacturera superó en 27,1% al alcanzado en igual período de 1998. En los primeros nueve meses del año el crecimiento acumuló 5,9% anual, suba que explicó 15,2% del incremento total del PIB. Los sectores de Automotores, Metálicas Básicas y Alimentos y Bebidas contribuyeron con el 96% a la suba del agregado industrial<sup>8</sup>. La industria automotriz se mantuvo como el principal impulsor de la actividad manufacturera con un crecimiento de 24,7%, luego de que en el trimestre anterior se registraran inconvenientes en el abastecimiento de insumos como consecuencia de conflictos gremiales. La industria siderúrgica exhibió valores récord de producción de acero crudo y de aluminio, gracias al incremento en la capacidad instalada en ambos rubros. Al final del trimestre, se observó una desaceleración en la elaboración de algunos tipos de laminados. El sector de Alimentos y Bebidas recuperó su ritmo de crecimiento luego del fin del conflicto agropecuario, observando subas significativas en la molienda de cereales y oleaginosas (10,3%), en la producción de carnes rojas

(5,9%) y blancas (16,2%) y en los lácteos (6,5%). La utilización de la capacidad instalada industrial promedio del trimestre se ubicó en 76,3%, 1,8 p.p. por sobre el valor observado un año atrás. El mayor incremento en la utilización se produjo en los sectores con procesos continuos<sup>9</sup>. Del resto de los sectores, la suba más importante en la utilización correspondió a Alimentos y Bebidas, en concordancia con la reanudación de la actividad luego de los problemas de abastecimiento que generó el paro patronal agropecuario. Del lado de los servicios el sector de Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones creció 11,9% anual, sin evidenciar mayores cambios respecto de los trimestres precedentes, aunque se produjo cierta reducción en el ritmo de expansión de la telefonía y de algunos medios de transporte.

El suministro de Electricidad, Gas y Agua aumentó 2,6%. Las temperaturas benignas del invierno de 2008 redujeron la demanda residencial de gas y electricidad, de modo que la demanda total creció sólo 2%. En tanto, la generación se expandió 9,5%, gracias al importante aumento de la generación hidroeléctrica (29,1%) y a las leves subas en la generación termoeléctrica (0,2%) y nuclear (1,4%). El gas entregado a las distribuidoras no registró casi variación (0,2%) ya que se compensó la caída en la demanda residencial (-10,9%) y comercial (-8%) con un aumento de la industrial (17,4%). El volumen físico de agua (en metros cúbicos) destinada a la red mostró un incremento de 3% en relación con igual trimestre del año anterior, en el área cubierta por Agua y Saneamiento SA. El Indicador Sintético de Servicios Público (ISSP), que monitorea las variables de los sectores de Transporte, Energía y Comunicaciones, mostró un incremento anual de 9,4% en el tercer trimestre de 2008. El bloque de telefonía continuó registrando la mayor tasa de expansión (28,3%), mientras que el sector energético creció 2,2% y los peajes lo hicieron 4,4%. El transporte, en cambio, se redujo en sus dos variantes, tanto el de pasajeros (-2%) como el de carga (-8,7%).

<sup>8</sup> Información basada en la encuesta del EMI.

<sup>9</sup> Se trata de sectores cuya capacidad suele ser utilizada al máximo por razones técnicas, y en donde los cambios en la misma sólo se producen ocasionalmente.

### 3. Tabla: Principales indicadores del nivel de actividad

Principales Indicadores del Nivel de actividad	2003-06	2007	Acum 2008	III 07	IV 07	I 08	II 08	III 08
<b>1. NIVELES</b>								
En millones de \$ <sup>1</sup>								
PIB	502,483	812,456	987,210	827,463	906,115	886,275	1,106,860	1,049,591
PIB en millones de USD	168,768	260,682	317,123	263,761	288,082	281,104	354,725	344,580
PIB per cápita (en USD)	4,308	6,485	7,826	6,555	7,139	6,948	8,744	8,472
Inversión	102,418	196,600	235,290	212,072	231,437	213,774	240,132	255,820
Ahorro Nacional Bruto	116,270	216,432	267,261	218,999	260,402	225,972	316,135	266,500
Ventas en supermercados	20,090	32,061	40,197.1	8,230.0	9,607.6	9,567.6	10,146.1	10,875.9
Ventas en centros de compras	3,442	6,089	7,160.4	1,560.9	1,871.5	1,517.2	1,876.0	1,895.7
Ventas de automóviles	88,517	171,349	184,174	43,250	46,773	42,544	48,770	46,087
Utilización de la Capacidad Instalada en la Industria (%)	70.3%	74.0%	74.8%	74.5%	77.1%	71.6%	74.4%	76.3%
Producción de automotores (En unidades)	295,362	544,647	634,938	147,368	165,392	124,456	161,890	183,200
<b>2- VARIACION PORCENTUAL ANUAL</b>								
En Porcentaje								
PIB Real	8.9	8.7	7.9	8.8	9.1	8.3	7.6	6.5
Var. % período anterior, serie desestacionalizada	-	-	-	3.1	1.8	0.6	2.3	1.3
Bienes	10.8	7.9	5.0	7.7	8.1	5.9	3.0	3.6
Producción primaria	3.9	7.5	0.3	6.3	3.9	1.7	-3.2	-0.4
Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura	4.7	10.3	0.6	9.5	5.1	2.2	-3.4	-1.9
Industria Manufacturera	11.0	7.6	6.7	7.4	9.2	6.2	6.0	5.5
Suministro de Electricidad, Gas y Agua	5.9	5.7	3.9	7.4	4.5	4.5	4.1	2.6
Construcción	25.3	9.9	7.0	9.8	10.2	9.7	6.0	2.7
Servicios	6.9	8.7	8.7	9.0	9.2	8.9	9.5	7.5
Comercio Mayorista y Minorista y Reparaciones, Hoteles y Restaurantes	10.4	11.1	9.3	11.2	11.3	8.7	11.0	6.3
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	12.5	13.7	13.2	13.7	14.1	13.8	13.1	11.9
Intermediación Financiera, Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	4.0	18.6	9.3	8.9	8.1	9.4	10.7	8.9
Administración Pública y Defensa, Enseñanza, Salud y Otras actividades de Servicios	4.5	3.7	5.1	4.8	5.6	5.5	5.0	4.6
Consumo Privado Real	8.6	9.0	7.9	8.9	9.3	8.2	7.5	6.6
Consumo Público Real	3.9	8.9	7.4	7.7	8.9	6.6	7.7	6.2
Inversión Real	28.1	13.6	14.0	13.0	15.2	20.3	13.8	8.4
Exportación Real de Bienes y Servicios	8.7	9.1	6.9	8.0	10.6	6.1	-1.6	12.1
Importación Real de Bienes y Servicios	27.9	20.5	20.6	18.9	23.3	22.1	24.6	13.4
Ventas en Supermercados	3.4	17.1	24.5	16.8	21.6	28.5	28.7	27.5
Ventas en Centros de Compra	17.2	19.7	22.8	22.6	22.8	26.5	26.0	17.2
Ventas de automóviles	54.5	25.6	18.6	29.3	25.6	14.7	26.1	9.5
Ventas de vehículos comerciales	52.0	14.9	21.8	22.0	17.5	31.6	28.1	12.4
ISAC	21.6	6.4	8.2	4.1	10.2	11.4	6.4	5.4
Despachos de cemento	23.0	8.2	6.9	3.4	11.7	5.2	3.9	6.9
EMI	10.8	7.5	7.0	7.0	9.8	6.6	5.6	6.2
Producción de automotores	28.3	26.0	24.6	19.3	26.8	27.7	20.4	24.3
Producción de acero crudo	6.1	-2.6	13.3	-7.7	15.4	11.4	9.6	17.0
Indicador Sintético de Servicios Públicos	16.3	13.4	14.2	13.7	17.5	18.4	12.1	9.4
Transporte de pasajeros	-	10.4	4.9	9.5	11.8	9.9	0.4	-2.0
Telefonía	-	23.4	30.0	26.5	25.7	35.2	31.2	28.3
Demanda de energía eléctrica	6.3	5.5	2.7	6.4	2.8	3.8	2.4	2.0
<b>3. PARTICIPACION EN EL PRODUCTO</b>								
En Porcentaje del PIB <sup>2</sup>								
Consumo Privado Real, serie desestacionalizada	65.6	65.5	65.5	65.5	65.5	65.5	65.4	65.5
Inversión Real, serie desestacionalizada	18.4	22.6	23.6	22.3	22.6	23.1	23.4	23.6
Inversión Nominal, serie últimos 4 trimestres	19.8	24.2	23.9	23.9	24.1	24.4	24.2	23.9
Ahorro Nacional Bruto Nominal, serie últimos 4 trimestres	22.6	26.6	27.0	26.1	26.4	27.0	27.3	27.0
Exportación Real de Bienes y Servicios	13.9	14.0	13.9	14.0	14.1	14.0	13.7	13.9
Importación Real de Bienes y Servicios	-10.4	-13.3	-14.4	-12.9	-13.3	-13.7	-14.2	-14.4

1 Salvo aclaraciones particulares

2 Los valores trimestrales corresponden al promedio de los 4 últimos trimestres

Fuente: INDEC, DNCN, Secretaría de Energía.

# IV. CAPITULO

## Empleo e Ingresos

# Empleo e Ingresos

## 1. Empleo

En el tercer trimestre de 2008 la tasa de desempleo para el total de aglomerados continuó descendiendo en términos anuales, tendencia iniciada en 2003. En dicho período, la tasa representó el 7,8% de la Población Económicamente Activa, 0,3 p.p. por debajo del valor registrado en igual trimestre del año anterior.

Por su parte, la tasa de empleo se ubicó en 42,1% de la Población, 0,3 p.p. menos que en el mismo período de 2007, en tanto que la tasa de actividad alcanzó 45,7%, 0,5 p.p. por debajo de un año atrás. La contracción anual en la tasa de desempleo se explicó por la mayor baja en la tasa de actividad, que más que compensó la reducción en la tasa de empleo.

La tasa de asalariados sin descuentos jubilatorios se ubicó en 36,3% en los aglomerados relevados por la EPH en el tercer trimestre de 2008, lo que significó una caída anual de 4,2 p.p., ratificando la tendencia decreciente de esa variable. El crecimiento del empleo registrado fue corroborado por diversos indicadores. La Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) mostró una suba anual de 5,0% en el tercer trimestre de 2008. Por su parte, la Encuesta Industrial Mensual (EIM) registró un incremento anual de los obreros ocupados de 2,9% y de 4,1% en las horas trabajadas. La elevada tasa de crecimiento del empleo formal pareció no estar motivada sólo por la incorporación mayoritaria de los desocupados y de los nuevos integrantes de la PEA a empleos “en blanco”, sino también por el ingreso neto de ocupados desde el sector informal.

## 2. Ingresos

Los ingresos de asalariados y pasivos mejoraron sustancialmente a partir del pleno funcionamiento de las negociaciones paritarias, en un contexto de disminu-

ción del desempleo y de una política de incrementos periódicos de las jubilaciones y en el salario mínimo.

En el tercer trimestre de 2008 se homologaron 368 convenios y acuerdos colectivos, lo que representó un crecimiento anual de 16%. Se evidenció la continuidad del mecanismo de renegociación salarial anual de las grandes unidades y, además, la incorporación de algunas que se encontraban inactivas y la creación de otras nuevas.

La cobertura de los convenios y acuerdos del trimestre alcanzó a 2,596 millones de trabajadores, lo que representó 58% de los puestos de trabajo registrados en el sector privado. Un 93% correspondió a la negociación por rama de actividad, mientras que el 7% restante a acuerdos de empresa. Cuatro ramas de actividad concentraron el grueso de las homologaciones del trimestre (71%): industria manufacturera (33%); transporte, almacenamiento y comunicaciones (23%); comercio (6%) y servicios sociales, comunales y personales (9%).

En julio, el haber mínimo jubilatorio se incrementó desde 655 pesos a 690 pesos y se aumentaron 7,5% todos los haberes previsionales. En agosto, se aumentó el Salario Mínimo a 1.200 pesos, y se subieron 9,5% los salarios de la Administración Pública Nacional.

En cuanto al nivel general de salarios, éste registró un crecimiento promedio de 26,3% nominal anual en el tercer trimestre. Se destacó el incremento del salario de los No Registrados (+35,6% anual), mientras que para los Asalariados Registrados la suba fue de 24,4% y para los Públicos de 24,0%. Para algunos de los asalariados registrados, la equiparación de los aportes patronales entre el régimen de capitalización y el de reparto moderó el incremento de bolsillo de los salarios. No obstante, para todas las categorías los aumentos nominales superaron a la inflación del período, dando lugar a incrementos en términos reales.

### 3. Tabla: Principales Indicadores de empleo, salarios y pobreza

Principales indicadores de Empleo e Ingresos	2003-2006	2007	Acum. 2008	(1)III 07	IV 07	I 08	II 08	III 08
<b>1 EMPLEO</b>								
Aglomerados EPH- En Porcentaje								
Tasa de actividad	45.9	46.1	45.8	46.2	45.6	45.9	45.9	45.7
Gran Buenos Aires	48.2	48.4	48.0		47.5	48.1	47.8	48.0
Aglomerados del interior	43.2	43.4	43.4		43.3	43.4	43.7	43.1
Tasa de empleo	39.9	42.2	42.1	42.4	42.1	42.0	42.2	42.1
Gran Buenos Aires	41.4	43.9	43.8		43.8	43.8	43.8	43.9
Aglomerados del interior	38.1	40.0	40.2		40.2	40.1	40.4	40.2
Tasa de desocupación	13.1	8.5	8.1	8.1	7.5	8.4	8.0	7.8
Gran Buenos Aires	14.1	9.2	8.6		7.7	9.0	8.4	8.5
Aglomerados del interior	11.7	7.8	7.4		7.2	7.7	7.5	6.9
Tasa de subocupación demandante	9.6	6.3	6.1	5.8	6.0	5.8	6.3	6.3
Gran Buenos Aires	10.1	6.9	6.2		6.1	6.1	6.1	6.4
Aglomerados del interior	9.1	6.1	6.1		5.9	5.5	6.5	6.2
Tasa de subocupación no demandante	4.4	2.6	2.5	1.6	3.1	2.4	2.3	2.9
Gran Buenos Aires	5.1	3.6	3.0		3.8	2.9	2.7	3.4
Aglomerados del interior	3.4	2.1	2.0		2.2	1.7	1.9	2.3
Tasa de asalarización	74.6	76.4	76.2		76.6	76.8	76.0	75.8
% de asalariados no registrados	48.2	40.4	36.7		39.3	37.3	36.5	36.3
Empleo Total urbano - En miles de personas								
Población total	34,399	35,428	35,797	35,480	35,587	35,693	35,796	35,902
Población económicamente activa	15,496	16,029	16,122	16,101	15,946	16,093	16,169	16,104
Ocupados	13,531	14,726	14,856	14,894	14,768	14,774	14,901	14,894
Desocupados	1,965	1,303	1,266	1,207	1,178	1,319	1,268	1,210
Encuesta de Indicadores Laborales <sup>(2)</sup> -Base IV 2001=100								
Empleo Total	106.4	125.5	131.0	126.2	128.2	129.3	131.3	132.5
Industria	113.5	133.4	138.8	134.1	137.1	137.8	138.9	139.9
Construcción	94.2	135.1	137.9	135.9	133.9	134.5	139.2	140.0
Comercio y Servicios	103.6	120.1	125.9	120.7	122.8	124.2	126.2	127.4
Encuesta Industrial Mensual - Base 1997=100								
Índice de Obreros Ocupados	82.5	95.1	98.2	96.0	96.7	97.6	98.4	98.5
Índice de Horas Trabajadas	80.3	91.4	93.5	95.1	94.9	86.9	95.9	97.7
<b>2 SALARIOS</b>								
Variación Porcentual anual								
Índice de salarios	14.0	20.6	25.0	22.0	22.4	23.1	25.5	26.2
Sector Privado Registrado	18.1	18.8	22.6	18.6	19.9	20.1	22.9	24.5
Sector Privado No Registrado	11.2	22.3	31.0	23.2	23.3	25.2	31.9	35.6
Sector Público	7.3	24.4	26.8	30.3	28.1	29.2	27.6	24.0
Índice de salario por obrero industrial (Base 1997=100)	173.9	284.7	343.8	290.1	314.5	322.1	340.6	368.6
<b>3 INCIDENCIA DE LA POBREZA <sup>(3)</sup></b>								
En Porcentaje								
Población Pobre	39.7	22.0	17.8	20.6		17.8		
Gran Buenos Aires	37.8	21.2	17.0	20.6		17.0		
Noroeste	52.2	33.5	28.0	30.6		28.0		
Nordeste	58.1	39.0	32.8	37.0		32.8		
Cuyo	40.3	19.2	15.3	15.9		15.3		
Pampeana	35.9	17.6	14.3	15.6		14.3		
Patagonia	26.5	11.5	9.1	10.0		9.1		
Población Indigente	15.8	7.1	5.1	5.9		5.1		
Gran Buenos Aires	14.5	7.0	4.8	5.8		4.8		
Noroeste	21.5	9.8	6.9	8.2		6.9		
Nordeste	27.4	15.4	10.8	13.6		10.8		
Cuyo	14.3	5.8	4.3	5.1		4.3		
Pampeana	14.7	5.1	4.1	4.1		4.1		
Patagonia	10.3	4.0	3.0	3.3		3.0		

Notas:

<sup>1</sup> Durante el 3º trimestre de 2007, no se relevaron los Agglomerados Mar del Plata-Batán, Bahía Blanca-Cerri y Gran La Plata. El valor para el total de agglomerados fue estimado por el INDEC en el Comunicado "Mercado de trabajo- Principales indicadores del 3

<sup>2</sup> Datos correspondientes al Total de Agglomerados

<sup>3</sup> Se considera como año 2007 el promedio entre el Primer semestre y el período IV trimestre- I Trimestre 2008. Como Segundo Trimestre 2007 se consigna el valor del Primer Semestre

Fuente: DNP, INDEC, 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 al que no se le efectúan descuentos jubilatorios.

# V. CAPITULO

## Finanzas Públicas

# Finanzas Públicas

## 1. Ingresos

La Recaudación Tributaria Nacional registró un incremento anual de 40% en el tercer trimestre, motivada fundamentalmente por mayores ingresos aduaneros, de IVA, de la Seguridad Social y de Ganancias.

El Tesoro Nacional percibió, además, un flujo de aproximadamente 1.100 millones de pesos por transferencias de utilidades del BCRA, originadas en el resultado positivo de esta entidad en 2007. Sumado a lo transferido en el primer semestre, el total superó los 4.500 millones de pesos.

El alza de los recursos aduaneros de 101% estuvo motivada, entre otros factores, por los elevados precios de los principales productos de exportación, así como también por la suba de las alícuotas respecto de igual período de 2007<sup>10</sup>.

Entre los ingresos tributarios, la mejora de 27% en el IVA reflejó un ritmo sostenido de crecimiento de la actividad económica, así como una mayor eficiencia recaudadora. Superiores devoluciones y reintegros del impuesto, con variaciones de 75% y 126% respectivamente, compensaron parcialmente esos incrementos. La recaudación de Ganancias se fortaleció, pasando de un crecimiento anual del orden de 20%, en el primer semestre del año, a uno de 31% en el tercer trimestre.

Los recursos de la Seguridad Social se elevaron 43%, principalmente como consecuencia del mayor número de aportantes<sup>11</sup> respecto de igual período del año previo, pero también del ritmo de crecimiento del empleo registrado y de los salarios. También aportaron a la suba los incrementos registrados en la remuneración imponible de los aportes personales<sup>12</sup>.

<sup>10</sup> En noviembre de 2007 se implementaron modificaciones en los derechos de exportación para productos del complejo soja y para combustibles. Las naftas y otros carburantes registraron las mayores subas relativas.

<sup>11</sup> La reforma mencionada reabrió la opción previsional, a partir de la cual hicieron el traspaso al Sistema estatal 1,26 millones de trabajadores que comenzaron a aportar a Reparto desde enero de 2008.

<sup>12</sup> La remuneración imponible sobre la cual se tributan los aportes personales pasó de 6.750 pesos a 7.256 pesos en marzo y alcanzó los 7.800 pesos en julio.

## 2. Gastos

Los gastos primarios, con una variación anual de 31% en el tercer trimestre de 2008, mostraron una desaceleración respecto del primer semestre (37%), debido principalmente a la disminución en el ritmo de crecimiento de las prestaciones sociales y de las transferencias al sector privado, conceptos que, de todos modos, explicaron aproximadamente 70% de la suba del gasto primario en el trimestre.

Las prestaciones sociales crecieron a un ritmo elevado de 28% mientras que las transferencias privadas redujeron significativamente el ritmo de crecimiento anual a 38%, frente al 65% registrado en el período enero-junio. La fuerte desaceleración de los subsidios tuvo un rol central en la dinámica de crecimiento del gasto. Las transferencias privadas, que entre enero y junio habían superado los 10.000 millones de pesos, casi triplicando las del primer semestre de 2007, registraron una suba anual inferior a 10% en el tercer trimestre de 2008. Esto se debió al retroceso de las transferencias al sector energético, y a parte del sector transporte, en un contexto de precios descendentes del petróleo y sus derivados.

Respecto de la política de gasto y frente a un crecimiento de los ingresos superior al previsto inicialmente, en el trimestre se llevó a cabo una ampliación presupuestaria del orden de 36.700 millones de pesos. De esa cifra, 46% correspondió a servicios sociales y otro 41% a servicios económicos. Se destacaron los fondos para las funciones de Seguridad Social (29%), Energía, Combustibles y Minería (23%), Transporte (12%) y Educación y Cultura (7%).

Los gastos totales, incluyendo los pagos de intereses de deuda, se elevaron interanualmente 26% en el tercer trimestre de 2008, cinco puntos por debajo del incremento registrado en los gastos primarios. Esto se debió a la disminución de 20% en el pago de intereses



de deuda respecto del tercer trimestre de 2007. Así, en los primeros nueve meses del año, el gasto primario ascendió 35% y el gasto total, 31%, con intereses retrocediendo anualmente 4%.

### 3. Resultado del Sector Público Nacional

Durante el tercer trimestre de 2008 se sostuvo el saldo primario positivo de las cuentas públicas, alcanzando 11.257 millones de pesos, lo que lo ubicó 2.784 millones de pesos por sobre el mismo período de 2007. Excluyendo el impacto de los traspasos de las AFJP<sup>13</sup>, la diferencia alcanzó 7.170 millones de pesos. El crecimiento anual del superávit primario fue de 33%. Los ingresos registraron una suba de 31%, similar a la de los gastos primarios.

Entre los meses de Enero y Septiembre el Resultado Primario acumuló 31.567 millones de pesos, con una suba de 38% respecto de igual período de 2007, representando 3,5 puntos del producto. Los ingresos y los gastos primarios se elevaron 35% (en el caso de los primeros, sin contar los traspasos desde las AFJP). Si se incluye los traspasos desde las AFJP, su crecimiento llega a 43%.

En el mismo período el resultado fiscal luego del pago de intereses ascendió a 21.463 millones de pesos, situándose 74% por encima del registrado en los primeros nueve meses de 2007.

<sup>13</sup> En el tercer trimestre de 2007 fueron transferidos en forma extraordinaria 4.437 millones de pesos desde las AFJP a la ANSES en concepto de traspasos de cartera definidos a partir de la Reforma Previsional de febrero de 2007, frente a los 50,6 millones de pesos del tercer trimestre de 2008.

### 4. Financiamiento de la deuda pública

En el tercer trimestre se concentraron importantes vencimientos en moneda extranjera, principalmente por la atención de los servicios del Boden 2012 durante el mes de agosto, que rondaron los 7.100 millones de pesos. Las amortizaciones en divisas sumaron 7.830 millones de pesos, mientras que los intereses totales fueron de 2.032 millones de pesos. En conjunto, los pagos en moneda extranjera representaron 78,9% de los servicios de deuda durante el período. La principal fuente de financiamiento del período fue el superávit primario de 7.271 millones de pesos. Al igual que en el segundo trimestre, otra parte importante de las fuentes financieras provino del mercado internacional, ante una nueva colocación directa a Venezuela de Boden 2015, la que contribuyó con 3.026 millones de pesos. También aportaron al cierre de la brecha las colocaciones de letras por 2.980 millones de pesos.

Continuó reduciéndose el ratio de la deuda pública bruta en relación con el PBI, que al cierre del trimestre se ubicó en 46,3%, manteniendo una diferencia de más de diez puntos porcentuales respecto del tercer trimestre de 2007.

## 5. Tabla: Principales indicadores de las finanzas públicas

Principales Indicadores de Finanzas Públicas	2007	2008	Ult. 12 Mes.	III 07	IV 07	I 08	II 08	III 08
<b>1 SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO</b>								
Base caja - En millones de pesos								
Ingresos Totales	164,074	162,883	206,719	45,053	43,837	47,868	55,986	59,029
Ingresos Corrientes	163,801	162,678	206,407	45,025	43,728	47,849	55,956	58,873
Tributarios	109,366	111,145	142,211	28,301	31,066	32,728	38,028	40,389
Contribuciones Sociales	44,721	39,723	49,743	14,513	10,020	12,152	13,017	14,554
Rentas de la propiedad	4,271	6,984	8,220	835	1,236	1,594	3,264	2,126
Otros	5,442	4,826	6,233	1,377	1,406	1,375	1,647	1,805
Ingresos de capital	273	204	313	28	109	19	29	156
Gastos Totales	154,778	141,420	188,290	40,577	46,870	43,049	47,419	50,951
Gasto Primario	138,355	131,316	172,271	36,580	40,955	39,024	44,520	47,772
Remuneraciones	18,615	17,492	22,803	5,006	5,311	5,379	5,397	6,716
Prestaciones a la Seguridad Social	50,461	46,364	61,871	12,420	15,507	13,536	16,935	15,893
Transferencias Privadas	28,323	31,888	39,511	8,366	7,623	9,173	11,169	11,546
Transferencias Públicas	12,711	10,426	14,632	3,463	4,206	2,972	3,152	4,303
Gasto de Capital	19,903	16,194	21,890	5,289	5,696	5,384	5,145	5,665
Intereses	16,423	10,103	16,019	3,997	5,915	4,025	2,899	3,179
Resultado Primario	25,719	31,567	34,448	8,473	2,882	8,844	11,466	11,257
Resultado Financiero	9,296	21,463	18,430	4,476	-3,034	4,819	8,567	8,078
<b>2 RECAUDACIÓN TRIBUTARIA NACIONAL</b>								
En millones de dólares								
DGI	136,983	128,547	165,973	35,632	37,426	37,660	45,747	45,140
Ganancias	42,855	39,963	50,924	10,761	10,960	10,793	14,972	14,199
IVA	62,669	59,573	77,634	16,734	18,061	18,400	19,922	21,250
Internos coparticipados	4,718	4,082	5,404	1,155	1,322	1,355	1,369	1,357
Créditos y Débitos en Cuenta Corriente	15,065	14,340	18,570	3,967	4,230	4,359	4,819	5,162
Combustibles	7,466	6,947	9,136	2,048	2,190	2,257	2,360	2,329
Otros	4,210	3,642	4,305	967	663	496	2,304	842
Sistema de Seguridad Social	35,330	36,735	45,923	9,608	9,188	11,350	11,622	13,763
Aportes personales	14,323	17,002	20,889	3,843	3,888	5,029	5,441	6,532
Contribuciones patronales	24,175	24,327	30,435	6,678	6,108	7,660	7,527	9,140
Otros	5,274	4,729	6,173	1,397	1,444	1,483	1,618	1,628
Capitalización y rezagos	8,440	9,323	11,574	2,310	2,252	2,823	2,965	3,536
Comercio Exterior	27,468	34,525	43,588	6,838	9,063	10,012	10,752	13,761
Derechos de Importación <sup>1</sup>	7,018	6,664	8,783	1,869	2,118	2,072	2,237	2,355
Derechos de Exportación	20,450	27,861	34,806	4,970	6,945	7,940	8,515	11,406
Total Recursos Tributarios	199,781	199,807	255,484	52,078	55,676	59,023	68,121	72,664
Clasificación Presupuestaria								
Administración Nacional	103,893	106,267	136,212	26,794	29,946	31,206	36,062	38,998
Contrib. Seguridad Social	34,351	35,586	44,562	9,381	8,976	10,844	11,328	13,415
Provincias	54,676	51,176	66,009	14,123	14,833	14,817	18,474	17,885
No Presupuestario	6,860	6,778	8,700	1,781	1,922	2,155	2,257	2,366
<b>3 DEUDA</b>								
En millones de USD								
Deuda Pública Bruta del Sector Público Nacional <sup>2</sup>	144,728	145,707		137,114	144,728	144,493	149,847	145,707
A vencer	139,239	139,871		132,056	139,239	138,561	143,694	139,871
Atrasos (Club de París y otros)	5,489	5,836		5,058	5,489	5,932	6,154	5,836
Deuda Pública Bruta del Sector Público Nacional en pesos	68,375	70,330		64,677	68,375	67,404	71,871	70,330
Deuda Pública Bruta del Sector Público Nacional en moneda extranjera	76,354	75,377		72,437	76,354	77,089	77,976	75,377
Deuda Externa del Gobierno Nacional	62,132	58,463		59,988	62,132	63,133	62,454	58,463
En Porcentaje								
Deuda Pública Bruta / PBI	56.1	46.3		56.7	56.1	53.0	48.7	46.3
Deuda en Moneda Extranjera / Deuda Bruta	52.8	51.7		52.8	52.8	53.4	52.0	51.7
Deuda a Tasa Variable / Deuda Bruta	26.4	26.1		31.6	26.4	27.4	26.6	26.1
Deuda de Corto Plazo / Deuda a Vencer	7.5	6.7		5.5	7.5	6.4	6.5	6.7

<sup>1</sup> Incluye Tasa de Estadística

<sup>2</sup> Excluida la deuda no presentada al Canje (Dto. 1735/2004).

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

## 6. Reforma previsional 2008: haber mínimo como seguro implícito

### Introducción

Hasta diciembre de 2008 en Argentina funcionaba un régimen previsional mixto (el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones, SIJP), con el 76% de los afiliados aportando al Régimen de Capitalización. En diciembre del 2008 se promulgó la Ley 26.425 que derogó el régimen vigente y dio origen al Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA). El nuevo régimen es un sistema puro de reparto.

Desde el punto de vista financiero, esta reforma implica que el Estado redujo la elevada exposición financiera a las fluctuaciones en el mercado de capitales que significaba el anterior Sistema de Capitalización, lo cual podría afectar negativamente los haberes de los afiliados al momento de su jubilación. En dicho sistema, el Estado Nacional garantizaba a los futuros pasivos (sean provenientes del Sistema de Reparto como de Capitalización) que su haber no podría perforar un piso determinado, es decir, que en el SIJP el jubilado tenía asegurado un haber mínimo.

Esta suerte de “seguro mínimo” que provee el Estado es un beneficio evidente para los trabajadores de bajos recursos, pero su efectivización depende de que el haber mínimo sea superior a la jubilación que le hubiera tocado en caso de que no tuviera este beneficio. La presente Nota Técnica tiene por objetivo realizar una estimación de la transferencia total implicada por este seguro.

Es importante destacar el carácter contingente (como en todo seguro) de este cálculo: el afiliado se verá beneficiado sólo si el pago que recibe desde el sistema de capitalización resulta inferior al haber mínimo establecido para ese periodo. En caso de que este evento nunca ocurra, el beneficiario no recibiría transferencia alguna desde el Estado. Por lo tanto, habrá que tener en cuenta no solamente cuanto recibirá del Estado, sino cuándo y bajo qué circunstancia es posible que se concrete la transferencia.

Los resultados obtenidos sugieren que un trabajador casado que percibe un salario medio, que se retira a

fin de 2008 habiendo aportado primero al sistema de reparto y desde 1994 en adelante al sistema de capitalización, recibe una “transferencia” de una sola vez equivalente a entre el 11% y el 23% de sus ingresos anuales. Estos resultados dependen crucialmente de los supuestos y metodología utilizados, los que serán descritos en la siguiente sección.

### Metodología

Desde el punto de vista financiero, este “seguro mínimo” era equivalente a transferir a los afiliados del SIJP una opción de venta o PUT. Una opción de venta otorga el derecho (pero no la obligación) de vender un activo determinado (divisas, acciones, bonos), denominado “subyacente”, a un precio de ejecución predeterminado (el “precio de ejercicio”), y en un período prefijado. En el caso del haber mínimo asegurado a los trabajadores, el activo subyacente es el pago mensual que recibiría un afiliado en función del saldo total acumulado en su cuenta de capitalización. Su precio de ejercicio (strike price) es equivalente al haber mínimo asegurado<sup>14</sup>.

Una vez jubilado, el afiliado tiene la opción de “vender” dicho activo subyacente (la fracción de su cuenta de ahorros que administra una AFJP) a un precio de ejercicio (el haber mínimo) en cada período de aporte hasta su jubilación. Llamaremos a este activo “PUT implícito en la garantía previsional”. Para calcular el valor de este activo, entonces, es necesario simular la evolución del saldo de la cuenta de capitalización individual para un agente “promedio” (con características a definir) desde el momento en el que opta por un retiro programado<sup>15</sup> hasta el momento de su fallecimiento.

14 El beneficio percibido se divide en tres componentes, dos de las cuales deben ser cubiertos por el Estado Nacional: la Prestación Básica Universal (PBU) y la Prestación Compensatoria (PC). La primera, le corresponde a todos los afiliados que cumplan con 30 años de aportes, mientras que la segunda es la retribución a los años de aporte al Sistema de Reparto entre 1974 y 1994. Consideraremos entonces como “jubilación mínima” a la publicada en los comunicados del Anses, neta de PBU y PC. El cálculo y los valores para estos componentes se omiten por simplicidad. Sin embargo los valores de la PBU y la metodología de cálculo de la PC están disponibles en: [http://www.anses.gov.ar/info\\_util/biblioteca/ley\\_norma/679\\_95.htm](http://www.anses.gov.ar/info_util/biblioteca/ley_norma/679_95.htm).

15 Al momento de jubilarse, el beneficiario podrá optar entre tres modalidades de liquidación de su cuenta: Renta Vitalicia Previsional, Retiro Programado y Retiro Fraccionario. Nosotros asumiremos que el afiliado opta por la segunda, que tiene las siguientes características: i) El monto a percibir es variable, la prestación fluctúa al momento de la liquidación mensual del beneficio según el valor cuota de cierre del día, ii) El valor de la cuota parte surge de la rentabilidad del fondo de la AFJP. iii) Se transmite a herederos declarados judicialmente, iv) En caso de querer mejorar el monto del haber jubilatorio puede tener en cuenta las opciones de Aportes Voluntarios al fondo de capitalización o bien un Seguro de Retiro.

El valor del PUT dependerá de un conjunto de variables. Primero, del saldo al inicio de la etapa de retiro programado. A mayor saldo inicial, menor será el valor de “vender” este activo, ya que los pagos obtenidos por el afiliado serán mayores. Segundo, el PUT vale más cuanto menor sea el pago mensual que el agente recibirá de la administradora de fondos, ya que la diferencia entre este monto y la jubilación mínima será mayor. En tercer lugar, también importa la evolución de los retornos del portafolio de la administradora, ya que cuanto mayor sea este rendimiento, más vale el activo en poder del trabajador y por ende menos el “PUT” que recibe del estado.

### i) Estimación del Saldo Inicial

El cálculo del saldo inicial al momento de jubilarse depende de muchas variables, que incluyen la composición familiar, los años de actividad, el total aportado, etc. En este caso, evaluaremos la situación de un individuo varón con las siguientes características:

- Casado. Se asumirá que la esposa es 5 años menor que su cónyuge, reflejando las pirámides poblacionales de los afiliados, según Anses<sup>16</sup>.
- Tiene dos hijos mayores de 18 años que no poseen ninguna discapacidad.
- La fecha de cese de sus actividades laborales es a comienzos de 2009.
- Durante toda su vida laboral se mantuvo en relación de dependencia.
- Realizó aportes con regularidad, totalizando 35 años, con la siguiente composición: desde enero de 1974 hasta julio de 1994 permaneció en el régimen de reparto y cuando se creó el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones<sup>17</sup> el trabajador optó por el Sistema de Capitalización, permaneciendo en él hasta el momento de su retiro.
- El trabajador siempre percibió el haber medio de la economía<sup>18</sup>, aportando lo establecido por la regulación correspondiente y sujeto a las comisiones promedio del sistema<sup>19</sup>.
- Los aportes, netos de comisiones, constituyen un fondo de capitalización individual que asumimos ha rendido el promedio del Sistema entre julio de 1994 y enero de 2009.

A partir de estos supuestos, se llega a un saldo al final del período de actividad estimado en 35.000 pesos, que resulta ser un valor muy superior al que en la práctica se observa para el promedio por afiliado a AFJPs 7.900 pesos) y también por aportante (20.612 pesos)<sup>20</sup>. Este resultado se debe a nuestra hipótesis sobre las condiciones de inserción en el mercado laboral y la edad del agente “promedio”. Dentro de los aportantes al SIJP, el 95% corresponde a trabajadores en relación de dependencia, pero el 70% de estos trabajadores tienen entre 18 y 40 años, edad en la cual es esperable que su perfil de ingresos todavía sea creciente. La regularidad de los aportes constituye otro supuesto importante a la hora de explicar esta diferencia ya que, teniendo en cuenta la movilidad propia de los trabajadores, es esperable que transcurra cierto periodo de búsqueda laboral entre un puesto y el otro<sup>21</sup>.

16 [http://www.anses.gov.ar/info\\_util/estadisticas/Estadisticas.htm](http://www.anses.gov.ar/info_util/estadisticas/Estadisticas.htm)

17 Ley 24.241, Julio de 1994.

18 Haber medio según estimaciones de la Secretaria de Política Económica del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la República Argentina, sobre la base de información del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP), provisto por AFIP.

19 Las comisiones están reguladas por la Ley 24.241 y sus modificatorias. La normativa establece una cota superior y el promedio de las comisiones fue elaborado en base a información provista por la Superintendencia de AFJP (SAFJP).

20 El saldo de los fondos disponibles en el Régimen de Capitalización se estima en torno a los 75.000 millones de pesos, según la Ley 26.425 y sus decretos reglamentarios. El número de afiliados y aportantes se estima en 9.500.000 y 3.600.000, respectivamente, según datos provistos por la SAJP al 30 de Septiembre de 2008.

21 Por ejemplo, la tasa de rotación de los trabajadores formales (la suma de la tasa de creación y destrucción de empleo) se estima en 3% según el Ministerio del Trabajo. Ver <http://www.trabajo.gov.ar/left/estadisticas/eil/eilDisplayDocumentosTri.asp>. Anexo Estadístico 3° Trimestre de 2008.

## ii) Pagos, Saldo de la Cuenta de Capitalización Individual y Valor Actuarial Necesario<sup>22</sup>

Para calcular el pago en los períodos posteriores al retiro, se supone que el afiliado opta por un Retiro Programado (RP). Bajo RP, el beneficiario acuerda tanto una prestación mensual mientras viva como el pago de una pensión por fallecimiento a sus derechohabientes (para el caso del agente que escogimos solo califica a este beneficio la esposa). El pago de la prestación mensual se determina anualmente generando doce cuotas mensuales constantes. Todos los años, se recalcula el saldo del fondo, de acuerdo con la evolución de la rentabilidad del mismo, lo que implica un ajuste de los pagos recibidos.

Intuitivamente, podemos pensar en reconstruir el saldo al año “t” como la suma, debidamente descontada, de pagos constantes que percibirá el afiliado (pago(t)), multiplicado por la cantidad de meses que se espera sobreviva, concepto que se conoce como Valor Actuarial Necesario (VAN). Por lo tanto, el pago bajo RP se define como:

$$(1) \text{ Pago}(t) \text{ VAN}(t) = \text{SCCI}(t) \quad \text{ó} \quad \text{Pago}(t) = \frac{\text{SCCI}(t)}{\text{VAN}(t)}$$

Donde SCCI representa el saldo de la cuenta de capitalización individual en el período t. La SCCI evoluciona de acuerdo con la siguiente ecuación:

$$(2) \text{ SCCI}(t) = (\text{SCCI}(t-1) - \text{Pago}(t-1))(1 + r(t-1))$$

Es decir, el saldo del período t iguala el saldo del período anterior, menos el retiro correspondiente, todo ajustado por la rentabilidad “promedio” del fondo en el período (r(t-1)). La evolución del Fondo se describe de acuerdo a un proceso autorregresivo, que será detallado en el punto 2.3.

El VAN a calcular deberá contemplar el pago de las eventuales pensiones por fallecimiento que se pudieran generar. El VAN representa el valor actual de la corriente de pagos (normalizada a uno) ponderada por la probabilidad de ocurrencia del beneficio. Este valor luego se ajusta por 13/12, para tener en cuenta el aguinaldo. Formalmente,

$$(3) \text{ VAN}(t) = \frac{1}{12} \sum_t (1 + 0,04)^{t/12} \sum_i B(i)P(i, t)$$

Donde B(i) es la proporción normalizada a 1 de beneficio (es 1 ó 100% para el afiliado con jubilación ordinaria y 0,7 para el cónyuge en caso de fallecimiento del beneficiario). P(i,t) es la probabilidad de recibir el beneficio i en el período t. La tasa de descuento utilizada del 4% está establecida por normativa.

## iii) Evolución de la Cuenta de Capitalización Individual.

Para calcular la evolución de la SCCI según la ecuación (2), además de recalculer el VAN todos los períodos, se debe tener en cuenta la trayectoria de los retornos de la cuenta de capitalización individual. Para obtener los retornos r, asume que el proceso generador de datos identificados para el período 1994-2008 se mantiene vigente mientras el agente “promedio” permanezca con vida. Ese proceso se estimó por Mínimos Cuadrados, obteniéndose un modelo autorregresivo AR(1) sin término constante, y resultó la siguiente especificación:

$$(4) \quad y(t) = 0,4y(t-1) + 0,03\varepsilon(t)$$

Donde y(t) es la variación mensual del valor promedio de los saldos individuales dentro del Sistema de Capitalización. El término de error es una extracción de una distribución normal, con media cero y varianza unitaria. El coeficiente que acompaña al término de error representa la varianza no condicional del proceso simulado a la registrada para el período 1994-2008<sup>23</sup>.

## iv) Haber Mínimo como Seguro Implícito

El Estado Nacional garantiza la jubilación mínima para todos los beneficiarios del Sistema Integrado de

<sup>22</sup> Ver la Resolución N° 74/98 de la SAFJP. Después de la Reforma de 2008 se creó el SIPA regulado por la Ley 26.425 y reglamentada por los decretos 2.099, 2.103, 2.104 y 2.105.

<sup>23</sup> La varianza estimada para el período 1994-2008 es  $\text{Var}(y(t)) = (0,03)^2$ . La varianza simulada es  $\text{Var}(y(t)) = (0,03)^2 / \sqrt{(1-0,16)} \approx (0,03)^2$ .

Jubilaciones y Pensiones. Como se indicó más arriba, el valor total de esta garantía será el valor PUT que recibe el beneficiario, cuyo activo subyacente es el SCCI y cuyo precio de ejercicio es el haber mínimo neto de PBU y PC. Evidentemente, el derecho implícito en este seguro será ejercido (vendido) por el tenedor en aquellos períodos en los que el haber mínimo supere el precio del activo subyacente.

Para calcular el valor de este “seguro” en un mercado de capitales sin fricciones, podría usarse la metodología tradicional basada en la fórmula de Black y Scholes. Teniendo en cuenta las imperfecciones de los mercados de capitales en países en desarrollo, y como el objetivo del trabajo es meramente cuantitativo, consideramos razonable utilizar una simulación de Monte Carlo<sup>24</sup>. De esta manera, se calculan los pagos del activo subyacente (ecuación (1)), que nos permite calcular la ley de movimiento del SCCI (ecuación (2)), y con ello transformar el saldo del SCCI en el pago uniforme durante 12 meses (ecuación (3)). Finalmente, también se simulan los retornos del SCCI con la misma técnica (ecuación (4)). Cada simulación da como resultado una serie de retornos extraídos de la ecuación (4) para todos los períodos en los que se asume vivirán el beneficiario y/o sus derechohabientes. En cada período, se calcula el pago en base a la ecuación (1), que determina el SCCI en el siguiente período.

El valor del seguro implícito (VSI) del haber mínimo para la simulación  $j$  correspondiente al período  $t$  se computa como:

$$(5) \quad VSI(j, t) = \text{Max}\{W(t) - \text{Pago}(j, t); 0\}$$

Donde  $W(t)$  es la jubilación mínima neta de PBU y PC y  $\text{Pago}(j, t)$  surge de la ecuación (1). Para  $W(t)$  se asumen dos escenarios. En el escenario (A) se presupone que la jubilación mínima es constante, mientras que en el (B) se estima que ésta crece al 4,5% anual, valor semejante a la inflación promedio entre julio de 1994 y diciembre de 2008.

<sup>24</sup> El método de Monte Carlo es un método numérico usado para aproximar expresiones complejas con exactitud.

Posteriormente, se promedian los resultados de la ecuación (5) entre las  $J$  simulaciones, para cada escenario. Finalmente, se obtiene el valor presente utilizando como tasa de descuento la rentabilidad promedio histórica del sistema entre 1994 y 2008, lo que determina el precio de este instrumento para el afiliado promedio.

## Resultados

En el primer escenario, es decir, asumiendo una jubilación mínima fija constante (A), el Valor Total del Seguro Implícito (VTSI) calculado como el valor presente descontado de los  $VSI(j, t)$ , se ubica en torno a los 4.000 pesos por afiliado. Esto equivale a una transferencia de una sola vez recibida por el asalariado en torno al 12% de los ahorros acumulados durante los años de aporte al Sistema de Capitalización y al 11% del salario medio anual a diciembre de 2008 (36.400 pesos). Esto significa que el valor estimado de tener un seguro de jubilación mínima como el actual representa algo más del 10% de los ahorros o, en otras palabras, comprar un seguro semejante en el mercado, le costaría al jubilado esa proporción de sus ahorros acumulados. En el segundo escenario el VTSI asciende a los 8.500 pesos, un 25% del SCCI al momento de jubilarse y un 23% del salario medio. Al extrapolar el costo medio (8.500 pesos) al total de los beneficiarios, que a diciembre de 2007 las estadísticas oficiales situaban en 3.700.000 de jubilados, se obtiene un valor del seguro implícito que ronda el 4% del PIB. Debe recordarse una vez más, sin embargo, que este es un valor contingente, y que se eroga a lo largo de una extensa cantidad de años, en la medida que se genere la obligación correspondiente en cada caso.

Debe resaltarse el carácter conservador de algunos de los supuestos. Por ejemplo, considerar un salario promedio genera un SCCI (35.000 pesos), muy superior al promedio por afiliado (7.900 pesos) y por aportante (20.612 pesos). Es por ello que una extensión del modelo podría incluir la distribución personal del ingreso, de manera tal de considerar las diferencias en el ingreso de los trabajadores, lo que generaría un valor implícito de haber mínimo supe-

rior al calculado aquí, debido a que el seguro tendría una significación mucho mayor para los trabajadores de menores ingresos.

Desde el punto de vista del análisis de bienestar, es necesario sopesar el beneficio (implícito) percibido por los trabajadores, frente al costo fiscal de la medida, de la misma cuantía. El costo fiscal de la garantía tiene efectos limitados, tanto sobre la solvencia intertemporal como sobre la liquidez del Sector Público. A cambio, esta regla de juego explícita reduce la incertidumbre de los trabajadores, y puede mejorar la organización del consumo a lo largo de la vida del trabajador. En un contexto de elevada volatilidad y restricciones de liquidez, típicamente presentes en los mercados financieros de los países no desarrollados, es evidente que la garantía de un haber mínimo se valoriza más. Pero por sobre todo, el haber mínimo contribuye a una mejora de la distribución del ingreso.

### Reflexiones finales

Mientras el sistema previsional mixto (SIJP) estuvo vigente, los aportantes al régimen de capitalización debían resignar un porcentaje de sus ahorros en concepto de comisiones a las AFJP. Al momento de efectivizar su retiro, los aportantes a las AFJP, incluso habiendo pagado este costo adicional por la administración de sus ahorros, no tenían garantizado un haber mínimo para sus ingresos futuros, teniendo en cuenta que la evolución de su cuenta de ahorros dependía de los vaivenes de las cotizaciones en los mercados financieros. Para corregir este problema, el Estado Nacional debió hacerse cargo de esta posibilidad y estableció un haber mínimo uniforme a todos los beneficiarios del SIJP, sin diferenciar entre los que aportaban al régimen de capitalización y los que aportaban al sistema de reparto. En este contexto surge entonces un esquema triangular de transferencias: las administradoras recibían, en concepto de comisiones, ingresos mensuales desde los afiliados durante su vida activa y estos últimos percibían, al momento del retiro y en caso de ser necesario, transferencias desde el Estado Nacional para cubrir la diferencia entre la jubilación percibida y el haber mínimo garantizado.

De esta manera, las comisiones cobradas representaban para las AFJPs un elevado retorno sin riesgo alguno, debido a que estas instituciones pagaban los haberes siempre en proporción a los aportes y sus respectivos rendimientos. Bajo el nuevo sistema, el beneficiario tiene el derecho a percibir un haber proporcional al salario promedio de los últimos diez años que en ningún caso resultará inferior al haber mínimo establecido por Ley al momento del retiro. Como corresponde, el riesgo de que en algunos casos los aportes no sean suficientes para llegar al mínimo lo soporta el Estado, garantizando la equidad del sistema entre los beneficiarios.

La seguridad de que al momento de la jubilación el haber no dependerá de la volatilidad de los mercados financieros tiene un valor significativo, como se probó en esta Nota Técnica, y constituye otro argumento a favor del reestablecimiento de un sistema previsional puro de reparto. El ahorro en comisiones pagadas a las AFJPs, que engrosan los aportes al Estado, contribuyen a financiar esta transferencia contingente.

# VI. CAPITULO

Precios



# Precios

## 1. Precios Mayoristas

Como consecuencia de la crisis financiera internacional y una mayor volatilidad de los precios mundiales, el tercer trimestre de 2008 marcó el inicio de un quiebre en la tendencia alcista de los precios de exportación iniciada en 2003. Los precios internacionales de los cereales mostraron un retroceso generalizado, mientras que el precio del petróleo comenzó a descender luego de alcanzar un récord histórico de 145 dólares por barril en junio.

La baja de los precios internacionales de los commodities impactó sobre los precios de los productos exportables argentinos. El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el Banco Central mostró en el tercer trimestre de 2008 una reducción de 7,5% (en pesos) respecto del trimestre anterior, la primera baja luego de 14 trimestres consecutivos de aumentos. El índice se encontraba todavía 38,5% por encima del promedio del año 2007.

En línea con esta dinámica de los precios internacionales, el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) experimentó su segundo trimestre consecutivo de desaceleración marcando un alza anual de 12,0% en el tercer trimestre de 2008 y de 2,7% respecto del trimestre anterior. El incremento en los precios de estos productos estuvo principalmente explicado por el alza de los bienes importados, que crecieron 17,1% anual, y de los productos manufacturados y energía eléctrica de origen nacional, con un aumento de 15,4%.

En los primeros tres trimestres del año, la tasa de inflación anual de los precios mayoristas fue de 13,9%, 5,2 p.p. por debajo de lo observado en igual período de 2007. En el tercer trimestre el crecimiento de los precios de los productos nacionales observó una desaceleración de 9,2 p.p. en comparación con el trimes-

tre anterior, mientras que en los productos importados la reducción fue de 2,0 p.p.

En materia de costos, se destacaron algunas bajas puntuales como las de los productos minerales (-3,7% anual) y el petróleo crudo y gas natural (-4,6%). Se mantuvieron los aumentos de algunos insumos básicos de la producción, como sustancias y productos químicos y productos de caucho y plástico, que se incrementaron 20,1% y 20,0% anual, respectivamente. El Índice del Costo de la Construcción (ICC) creció 4,6% respecto del trimestre anterior, mientras que el incremento respecto de igual período de 2008 fue de 18,0%, con una desaceleración de -1,7 p.p. en relación al trimestre anterior. Esa desaceleración fue producto de una baja de 2,5 p.p. en la tasa de crecimiento anual del precio de los materiales, que aumentaron 16,5%, y de 1,4 p.p. en el costo de la mano de obra, que creció 19,1%. Ambas evoluciones contrarrestaron el aumento de los gastos generales de la construcción, que fue de 20,9%.

## 2. Precios Minoristas

Los precios minoristas aumentaron 1,5% respecto del trimestre anterior y 8,9% en relación con el mismo trimestre del año anterior. La inflación anual de los tres primeros trimestres del año fue de 8,8%. El precio de los servicios mantuvo su tendencia creciente iniciada en el tercer trimestre de 2007 por encima del precio de los bienes. En el tercer trimestre de 2008 los servicios crecieron respecto del trimestre anterior 2,1%, mientras que los bienes lo hicieron al 1,1%. En línea con la retracción de los precios internacionales y el consecuente impacto sobre los productos

exportables argentinos en el tercer trimestre de 2008, los precios de los alimentos y bebidas se desaceleraron en 1,8 p.p., creciendo a una tasa anual de 6,1% en comparación con el 7,9% del trimestre anterior. El cambio de tendencia de estos últimos tuvo un impacto menos que proporcional sobre el precio local de los alimentos. La política de ingresos implementada por el Gobierno Nacional ya había contribuido exitosamente a desvincular parcialmente la evolución de los precios internos respecto de la dinámica de los precios internacionales.

El mayor incremento anual lo experimentaron los rubros de Educación y Atención Médica y Salud, con un crecimiento de 18,2% y 14,1%, respectivamente. Se destacó el incremento de 3,2% anual en los precios de Indumentaria, lo cual constituyó la primera suba luego de la deflación observada en la primera mitad de 2008.

Como consecuencia de los ajustes de algunos servicios públicos instrumentados en el tercer trimestre de 2008, el subíndice IPC Regulados tuvo un incremento respecto del trimestre anterior, de 0,2% y de 8,1% anual. Los principales ajustes de este tipo de servicios fueron un aumento selectivo en gas y electricidad, destinado exclusivamente a los usuarios residenciales de alto consumo, y un ajuste progresivo de los precios de combustibles en estaciones de servicio.

El subíndice IPC Resto, que constituye una estimación de la inflación subyacente, tuvo un crecimiento de 1,5% respecto del trimestre anterior y de 11,4% anual, siendo esta última tasa 0,4 p.p. menor que la observada en el trimestre anterior.

### 3. Precios Implícitos

En el tercer trimestre de 2008 el Índice de Precios Implícitos (IPI) del Producto Interno Bruto (PIB) aumentó 19,1% anual, marcando una desaceleración de 4,1 p.p. respecto del trimestre anterior. Esta evolución fue homogénea en prácticamente todos los componentes del PIB (con la excepción de los precios del Consumo Público) destacándose la reducción de -5,1 p.p. respecto del trimestre anterior en el precio de las exportaciones asociada a la evolución de los precios internacionales.

El incremento anual en el precio de los bienes fue de 16,4%, mientras que el de los servicios fue de 22,4%. El precio relativo de los servicios respecto de los bienes recuperó el sendero de crecimiento iniciado en el tercer trimestre de 2003, revirtiendo la tendencia de los últimos tres trimestres.

Los precios implícitos del Consumo Privado crecieron 18,1% anual, marcando una desaceleración de 1,7 p.p. respecto del trimestre anterior por primera vez luego de siete trimestres. Por el lado de la inversión, los precios continuaron creciendo a menores tasas que a comienzos de años creciendo 11,2%.

## 4. Tabla: Principales indicadores de Precios

Principales Indicadores de Precios						
Variaciones Anuales	2003 - 2007	III 07	IV 07	I 08	II 08	III 08
<b>1 INDICES DE PRECIOS</b>						
En Porcentaje						
Indice de Precios Internos al por Mayor	8.4	12.6	14.6	15.7	13.8	11.7
Primarios	8.4	14.5	12.9	13.1	3.4	1.2
Manufacturados	9.0	12.2	15.3	16.3	17.1	14.9
Importados	3.2	10.6	13.2	16.7	18.8	16.2
Indice del Costo de la Construcción	16.3	18.6	21.4	18.5	17.8	18.7
Materiales	12.8	17.8	20.6	19.6	18.5	15.5
Mano de Obra	21.7	19.3	22.7	17.4	17.3	21.8
Indice de Precios al Consumidor	8.0	8.6	8.5	8.8	9.3	8.7
Bienes	6.0	9.2	8.5	7.5	7.7	7.1
Servicios	7.6	7.6	8.5	10.8	11.6	11.2
Estacionales	7.0	4.0	-6.8	-13.4	-15.1	-12.5
Regulados	5.1	5.8	8.5	8.7	8.6	7.7
IPC Resto	8.8	9.8	10.9	11.5	11.9	11.2
Alimentos y bebidas	9.0	12.3	8.6	7.7	8.2	5.5
Indumentaria	9.2	1.6	1.6	-3.4	-3.8	5.4
Vivienda y servicios	9.0	8.1	9.7	10.7	11.3	10.5
Equipamiento del hogar	6.3	10.6	8.5	7.1	5.3	5.4
Gastos de salud	7.8	7.2	11.3	12.3	13.7	14.2
Transporte y comunic.	5.5	7.2	10.8	11.5	12.0	10.2
Esparcimiento	6.9	1.4	2.3	8.4	9.9	13.3
Educación	11.2	9.2	11.7	19.3	21.8	17.3
Otros Bienes y Servicios	8.3	8.4	11.2	9.9	8.4	10.1
<b>2 PRECIOS IMPLÍCITOS</b>						
En Porcentaje						
Producto Bruto Interno	11.2	13.8	18.1	20.1	23.0	19.5
Consumo Privado	10.2	14.8	14.9	15.8	19.7	18.2
Inversión	11.5	13.4	16.3	13.8	12.9	11.2
Consumo Público	17.1	20.0	22.0	19.9	25.6	28.2
Exportaciones	8.3	12.8	22.9	33.5	31.7	26.5
Importaciones	4.3	14.2	11.2	13.2	17.8	10.3
Agricultura Ganadería	11.5	30.7	47.6	56.2	54.7	24.4
Pesca	6.0	1.8	36.0	28.3	8.0	22.3
Minería	12.9	-1.8	12.1	15.1	-3.4	-4.1
Industria	8.9	7.4	15.2	21.7	25.1	23.0
Electricidad Gas Agua	9.2	6.6	7.8	9.2	4.3	5.6
Construcción	16.8	20.5	22.0	18.4	19.9	18.0
Comercio	8.7	13.1	13.7	19.1	20.8	22.9
Restaurantes Hoteles	16.1	13.2	10.5	10.4	17.2	19.5
Transporte Comunicaciones	9.0	4.3	9.2	10.5	11.2	12.9
Intermediación Financiera	10.8	7.4	7.7	11.3	13.5	20.2
Inmobiliarias Alquiler	10.9	17.9	19.8	18.0	17.9	23.5
Administración Defensa	17.7	26.4	28.3	22.8	30.8	33.1
Educación Salud	18.0	24.3	25.6	22.4	28.8	29.2
Otros Servicios	12.6	16.9	16.8	18.6	19.1	16.0

Fuente: INDEC

# VII. CAPITULO

Sector Externo

# Sector Externo

## 1. Cuenta Corriente

En el tercer trimestre de 2008 la Cuenta Corriente registró un saldo extraordinariamente positivo, sumando 3.538 millones de dólares (casi cinco veces superior al de igual período de 2007). El saldo acumulado para los últimos cuatro trimestres fue de 8.953 millones de dólares (2,8% del PIB), valor superior al registrado en todos los años previos.

El notable resultado alcanzado en cuenta corriente fue producto de un superávit en la cuenta Mercancías<sup>25</sup> muy elevado, que alcanzó el máximo valor histórico (5.769 millones de dólares) producto de la aceleración de las exportaciones (crecieron al 49,4% anual contra el 35% de los tres trimestres previos) y la desaceleración de las importaciones (se expandieron al 30,1% contra el 42,0% de los tres trimestres previos). La cuenta Rentas registró una profundización del saldo negativo, que se situó en -1.859 millones de dólares, 584 millones de dólares más negativa que en igual período de 2007. Los servicios reales no presentaron alteraciones relevantes en su balance.

Las exportaciones de bienes alcanzaron en el tercer trimestre el valor récord de 21.434 millones de dólares, un crecimiento del 23% respecto del segundo trimestre del año. En los últimos 4 trimestres acumularon 71.528 millones de dólares, valor que representa el 22,7% del PIB.

La sensible aceleración de las exportaciones del tercer trimestre en relación con el segundo trimestre se explica por la dinámica de las cantidades exportadas, que pasaron de retroceder un -4% a expandirse al 13%. El incremento de los precios (+32% anual) también da cuenta del incremento anual de las exportaciones, pero al estar alineado con la mejora experimentada en el segundo trimestre (en el agregado y para cada rubro en particular) no llega a explicar la aceleración observada. Si se analizan las exportaciones por rubros

la aceleración se explica en partes similares por los cuatro componentes (productos primarios, manufacturas de origen agropecuario, manufacturas de origen industrial y combustibles y energía).

La reversión de la dinámica de las cantidades exportadas se atribuye por un lado a la normalización del comercio que tuvo lugar en el tercer trimestre con la finalización del paro patronal agropecuario, y que se reflejó en el mejor comportamiento de las cantidades exportadas de Productos Primarios (que pasaron de retroceder un 9% anual en el segundo trimestre a crecer un 7% en el tercero), de las Manufacturas de Origen Agropecuario (de caer al 17% anual en el segundo trimestre pasaron a un retroceso del 2% anual en el tercero) y de Combustibles y Lubricantes (crecieron 1% contra un retroceso de 31% en el período anterior). Las Manufacturas de Origen Industrial aceleraron el incremento de las cantidades exportadas de manera notable, expandiéndose en el tercer trimestre al 35% anual.

Las importaciones ascendieron en el tercer trimestre a 15.665 millones de dólares, un 7,4% por sobre el valor del segundo trimestre. El acumulado en los últimos 4 trimestres arrojó 54.475 millones de dólares. La desaceleración de las importaciones en relación a los trimestres previos y en particular en relación con el segundo trimestre, encuentra fundamento en la menor tasa de crecimiento de las cantidades, que se expandieron al 15% anual contra el 28% del segundo trimestre, así como por una reducción en la tasa de aumento de los precios, que del 18% anual del segundo trimestre pasó al 13% anual en el tercero.

El menor crecimiento de las cantidades importadas se explica por el retroceso anual experimentado por las

25 Equivale al saldo comercial argentino con las importaciones computadas a valor FOB, y no CIF como suele hacerse en la información específica del ICA.

importaciones de combustibles y lubricantes derivada de la menor crudeza del invierno (cayeron un 15% anual contra un crecimiento del 38% del segundo trimestre). Las cantidades importadas de Bienes de Capital pasaron de una expansión del 31% anual, en el segundo trimestre, al 19% en el tercero, las de Bienes intermedios pasaron del 15% al 4% anual, y las destinadas al consumo del 31% al 17% anual.

La menor tasa de aumento de los precios de importación se explica fundamentalmente por lo ocurrido con el rubro Combustibles y Lubricantes, cuyo índice de precios subió un 53% anual contra un 93% del trimestre previo. El resto de las importaciones mantuvo valores similares a los de los trimestres y el año previos.

La cuenta de Servicios Reales registró un leve déficit de 396 millones de dólares, apenas 20 millones de dólares superior al del tercer trimestre del año pasado. Entre las exportaciones, los ingresos por turismo crecieron 27% anual, los generados por servicios de informática e información se expandieron un 62% anual, y los asociados a servicios empresarios, 19%. Los egresos mostraron un ritmo de aumento traccionado por los fletes, que crecieron un 27%, y por las salidas por viajes, que crecieron al 26% anual.

La Cuenta Rentas registró un saldo un 46% más negativo que el de igual período de 2007, resultante de un mayor monto de intereses pagados netos y de un aumento en las utilidades remitidas. El acumulado en los últimos 4 trimestres arrojó un déficit de 7.232 millones de dólares, que representó 2,3% del PIB.

## 2. Cuenta Capital y Financiera

La Cuenta Capital y Financiera mostró una salida neta de 4.042 millones de dólares. La salida neta de capitales acumuló en los primeros tres trimestres 5.609 millones de dólares.

Este resultado se explica fundamentalmente por la profundización de los flujos negativos correspondientes al sector privado no financiero, que alcanzaron los -5.020 millones de dólares, 1.075 millones más negativo que en el segundo trimestre. En sentido contrario operaron los flujos netos de IED, que arrojaron un superávit por 1.200 millones de dólares y siguieron al margen de la crisis financiera internacional. El balance del sector público no financiero contribuyó al déficit con 183 millones de dólares. Se cancelaron en el período títulos Boden 2012 a no residentes por unos \$1.232 millones de dólares, salida contrarrestada por la colocación de títulos por 1.000 millones de dólares adquiridos por el Estado venezolano. La salida de capitales se vio parcialmente compensada por ingresos netos del sector financiero (1.085 millones de dólares) y el BCRA (1.198 millones de dólares).

La Deuda Externa total ascendía a 127.919 millones de dólares a fines del tercer trimestre, valor que se sitúa 3.387 millones de dólares por debajo del segundo trimestre. La relación deuda externa total / PIB se ubicó al final del tercer trimestre de 2008 en 40,6% del PIB<sup>26</sup>, reduciéndose 8,6 p.p. respecto de septiembre de 2007, y 3,7% respecto de junio de 2008.

26 Se considera el PIB promedio de los últimos cuatro trimestres, en dólares.

### 3. Reservas Internacionales<sup>27</sup>

El stock de reservas Internacionales del BCRA registró 47.121 millones de dólares a fines de septiembre, que representa una disminución de 394 millones de dólares respecto de junio. Esta caída se explica por un déficit de 49 millones de dólares correspondiente a transacciones del balance de pagos y a una disminución de 345 millones de dólares por alteraciones en las paridades cambiarias.

<sup>27</sup> Ver capítulo de Dinero y Bancos.

### 4. Tipo de cambio

El Tipo de Cambio Nominal (\$/US\$) de referencia del BCRA se depreció en el transcurso del tercer trimestre un 3,7% pasando de 3,02 en el primer día hábil de julio a 3,135 en el último día hábil de septiembre. La cotización promedio del dólar en el segundo trimestre de 2008 se apreció anualmente 2,9%.

El Tipo de Cambio Real Multilateral mostró una apreciación del peso de 0,2% anual (5,1% trimestral) en el tercer trimestre de 2008. Mientras que la paridad real se apreció en el mismo periodo 5,6% anual en relación con el dólar y 0,8 contra el euro, el peso se depreció en términos reales 6% respecto de la moneda brasileña y 4,1% ante el yuan.

## 5. Tabla: Principales indicadores del sector externo

PRINCIPALES INDICADORES DE SECTOR EXTERNO	2003 - 2006	2007	Últ. 4 Trim	IV 07	I 08	II 08	III 08
<b>1 NIVELES</b>							
En millones de dólares							
Cuenta corriente	6,083	7,121	8,953	3,014	1,616	785	3,538
Saldo comercial	12,886	11,171	14,184	3,955	3,159	2,137	4,933
Exportaciones (fob) (ica)	37,670	55,779	71,528	16,622	16,008	17,464	21,434
PP	7,453	12,299	17,189	3,282	3,792	4,655	5,460
MOA	12,588	19,181	24,567	6,021	5,350	5,819	7,377
MOI	11,005	17,339	21,547	5,256	4,578	5,288	6,425
Combustible y energía	6,624	6,863	7,951	2,045	2,067	1,685	2,154
Importaciones (cif)	24,783	44,608	57,344	12,667	12,849	15,327	16,501
Bs de cap + partes y accesorios	9,986	18,436	22,822	5,448	5,468	5,723	6,183
Bs Intermedios + comb y lubricantes	10,483	18,259	24,374	4,882	4,986	6,987	7,519
Bs de Cons + vehículos + resto	4,289	8,016	10,089	2,338	2,386	2,563	2,802
Saldo Mercancías	14,279	13,255	17,055	4,603	3,804	2,879	5,769
Importaciones (fob)	23,583	42,525	54,475	12,020	12,205	14,585	15,665
Saldo Servicios Reales	-1,014	-520	-1,003	58	-308	-357	-396
Rentas	-7,680	-5,929	-7,296	-1,712	-1,936	-1,789	-1,859
Intereses pagados	7,862	5,701	5,633	1,464	1,426	1,373	1,370
Utilidades y Dividendos pagados	3,932	6,728	7,562	1,853	2,031	1,810	1,869
Cuenta Capital y Financiera	-925	5,382	-5,777	-168	964	-2,531	-4,042
Saldo Cuenta Financiera	-1,030	5,269	-5,912	-169	920	-2,544	-4,119
Sector Públ No Fin y BCRA	-50	3,925	2,869	1,410	-654	1,098	1,015
Sector Privado + EyO	390	1,866	-8,450	-1,189	2,125	-4,820	-4,566
Inversión Extranjera Directa en Argentina (IED)	4,145	6,473	8,168	2,355	3,483	899	1,431
Variación de reservas	5,322	13,098	4,231	2,941	3,526	-2,621	-49
Deuda Externa Bruta (saldo a fin de período)	139,631	124,575	128,126	124,575	128,706	131,305	127,919
Deuda Pública + BCRA (saldo a fin de período)	87,073	70,814	69,932	70,814	71,363	70,515	67,036
Deuda Privada (saldo a fin de período)	52,557	53,761	58,194	53,761	57,343	60,790	60,882
Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (Base 2001=100)	2.21	2.35	2.45	2.45	2.46	2.50	2.37
TCBR con Brasil (\$/Real) (Base 2001=100)	2.24	2.84	3.09	3.05	3.08	3.17	3.05
TCBR con EEUU (\$/US\$) (Base 2001=100)	2.02	1.84	1.79	1.84	1.81	1.78	1.73
TCBR Eurozona (\$/Euro) (Base 2001=100)	2.71	2.67	2.76	2.75	2.81	2.86	2.63
<b>2 COMO PORCENTAJE DEL PRODUCTO</b>							
En porcentaje del PIB							
Cuenta corriente	3.8	2.7	2.6	2.7	2.8	2.1	2.8
Saldo comercial	9.2	4.3	4.6	4.3	4.5	3.8	4.5
Exportaciones (fob)	22.9	21.3	23.1	21.4	22.1	22.2	23.1
Importaciones (cif)	13.7	16.6	18.5	17.1	17.6	18.4	18.5
Cuenta Mercancías	8.9	5.1	5.1	5.1	5.3	4.6	5.4
Importaciones (fob)	13.7	16.3	16.9	16.3	16.7	17.2	17.3
Inversión Extranjera Directa en Argentina (IED)	2.4	2.7	2.8	0.9	1.3	0.3	0.5
Cuenta capital y financiera	-0.5	2.1	0.1	2.1	1.4	-1.2	-1.8
Variación de reservas	4.0	5.0	2.9	5.0	4.3	1.0	1.2
Deuda Externa Bruta	88.9	47.8	44.5	47.8	46.6	44.2	40.4
Deuda Pública + BCRA (saldo a fin de período)	56.0	27.2	24.3	27.2	25.9	23.8	21.2
Stock de reservas	14.0	17.7	17.7	17.7	18.3	16.0	14.9
<b>3 VARIACIONES ANUALES</b>							
En Porcentaje							
Cuenta corriente		-7.7	99.5	13.0	64.2	-67.3	388.0
Exportaciones (fob)		19.8	38.3	32.4	43.6	27.8	49.4
PP		43.0	55.0	58.5	79.5	31.8	62.0
MOA		25.8	40.9	40.7	48.9	31.4	43.5
MOI		17.0	32.6	26.1	25.0	32.2	45.4
Combustible y energía		-11.6	16.6	2.3	21.5	-0.9	52.1
Importaciones (cif)		30.6	39.2	37.0	40.2	50.5	31.0
Bs de cap + partes y accesorios		28.2	34.0	34.8	42.9	35.3	25.3
Bs Intermedios + comb y lubricantes		33.8	44.2	38.3	37.3	68.5	34.3
Bs de Cons + vehículos + resto		30.9	37.2	39.4	39.9	42.0	29.3
Índice de cantidad de exportaciones		7.5	6.8	9.6	9.1	-3.9	12.9
PP		17.9	5.8	19.6	15.6	-9.1	6.6
MOA		1.2	-3.9	2.5	1.0	-17.4	-1.9
MOI		13.7	24.1	19.9	20.0	20.4	35.5
Combustible y energía		-19.5	-22.8	-30.0	-23.3	-31.1	1.3
Índice de cantidad de importaciones		21.6	23.8	25.3	28.3	28.0	15.4
Bs de capital		24.4	30.4	28.4	46.4	31.2	19.2
Bs Intermedios		12.2	11.4	15.8	11.4	15.0	4.2
Combustibles y lubricantes		72.9	8.5	41.4	-8.7	38.3	-14.7
Piezas y acces bs de capital		21.4	29.8	22.8	28.2	38.1	29.7
Bienes de Consumo		28.2	28.4	36.8	31.7	30.7	17.3
Índice de Términos del Intercambio		3.7	10.6	10.5	20.4	13.1	17.6
Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral		2.8	8.1	8.8	9.3	8.6	-0.1
TCBR con Brasil (\$/Real)		11.3	15.0	19.7	16.5	14.4	5.9
TCBR con EEUU (\$/US\$)		-4.1	-1.7	-1.1	-2.1	-2.2	-5.6
TCBR Eurozona (\$/Euro)		0.1	7.1	4.4	6.8	8.0	-0.8

FUENTE: INDEC, DNCI.



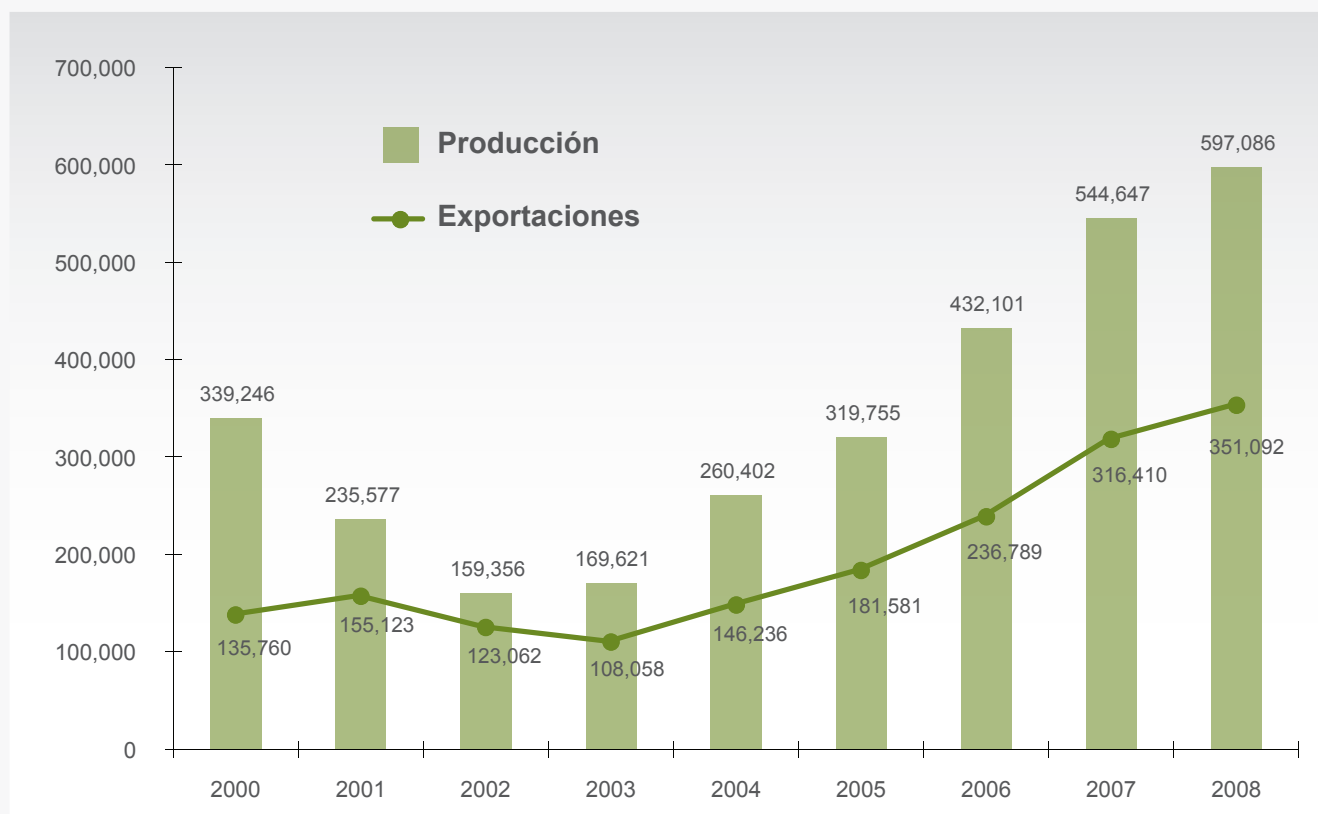
## 6. Política sectorial y desempeño reciente de las exportaciones automotrices

### Introducción

La dinámica reciente de las exportaciones de la industria automotriz argentina mostró un punto de inflexión a partir de 2004. Durante el último quinquenio, las ventas externas del sector aumentaron acumuladamente 224,9% (pasando de 108.058 unidades

en 2003 a 351.092 en 2008), constituyendo un sostén fundamental del incremento de 252,0% registrado en la producción nacional de vehículos en dicho período (Gráfico I).

**GRÁFICO I**  
**PRODUCCIÓN Y EXPORTACIÓN DE VEHÍCULOS AUTOMORES 2000-2008.**  
**EN UNIDADES**



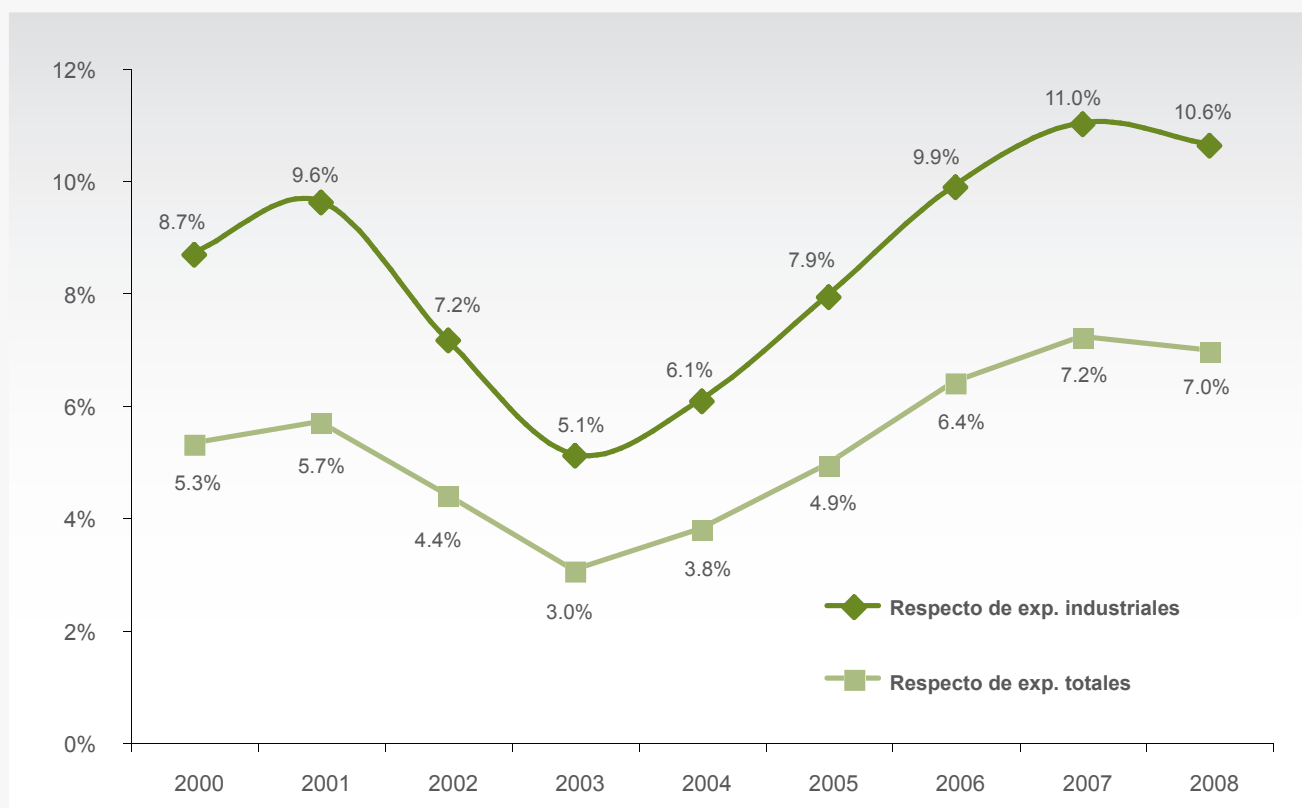
Fuente: Elaboración propia sobre la base de ADEFA (Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina).

Asimismo, la evolución de la inserción internacional de la industria automotriz local superó al desempeño promedio de los productores domésticos de bienes. Su participación en las exportaciones manufactureras creció desde 5,0% en 2003 a 11,1% en 2008 y su incidencia en el total de ventas externas de Argentina

se expandió desde 3,0% a 7,3% en el mismo lapso<sup>28</sup> (Gráfico II).

<sup>28</sup> El aumento del peso de las exportaciones de automóviles en ambos indicadores resulta subvaluado por la significativa suba de los precios internacionales observada para los principales commodities que integran la cesta de exportaciones de nuestro país. De hecho, si se depura del análisis el efecto de las cotizaciones mundiales, el incremento de las ventas de este sector aportó 19% del crecimiento bruto de las exportaciones argentinas entre 2003 y 2008 (véase la Nota Técnica de Comercio Exterior incluida en el Informe Económico Trimestral correspondiente al segundo trimestre de 2008).

**GRÁFICO II**  
**EXPORTACIONES FOB DE VEHÍCULOS AUTOMORES 2000-2008.**  
**COMO PORCENTAJE DE LAS EXPORTACIONES INDUSTRIALES Y TOTALES**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de INDEC.

Como ilustrará la presente Nota Técnica, la política económica sectorial implementada por el Gobierno Nacional durante los últimos años, además de los incentivos directos (aumento de la competitividad de la industria local) e indirectos (crecimiento del empleo y del poder adquisitivo de los trabajadores y, por ende, de la demanda interna de automóviles) derivados de la estrategia macroeconómica de sostenimiento del tipo de cambio real en niveles competitivos, representó un determinante sustancial de la dinámica exportadora reciente de esta rama manufacturera.

### Régimen Automotriz y exportaciones

A principios de los noventa se instauró el “Régimen Automotriz”, que contemplaba un esquema de desgravaciones arancelarias para la importación de vehículos y de autocomponentes (destinados a la

producción) que estuvieran compensados por exportaciones. Los principales objetivos de ese régimen consistían en lograr una balanza comercial equilibrada y promover inversiones de capital y tecnológicas. Adicionalmente, en 1994 se dio comienzo al intercambio comercial compensado de automóviles, utilitarios y camiones con Brasil, que fomentó una fase de creciente inserción internacional e integración regional en el marco del MERCOSUR.

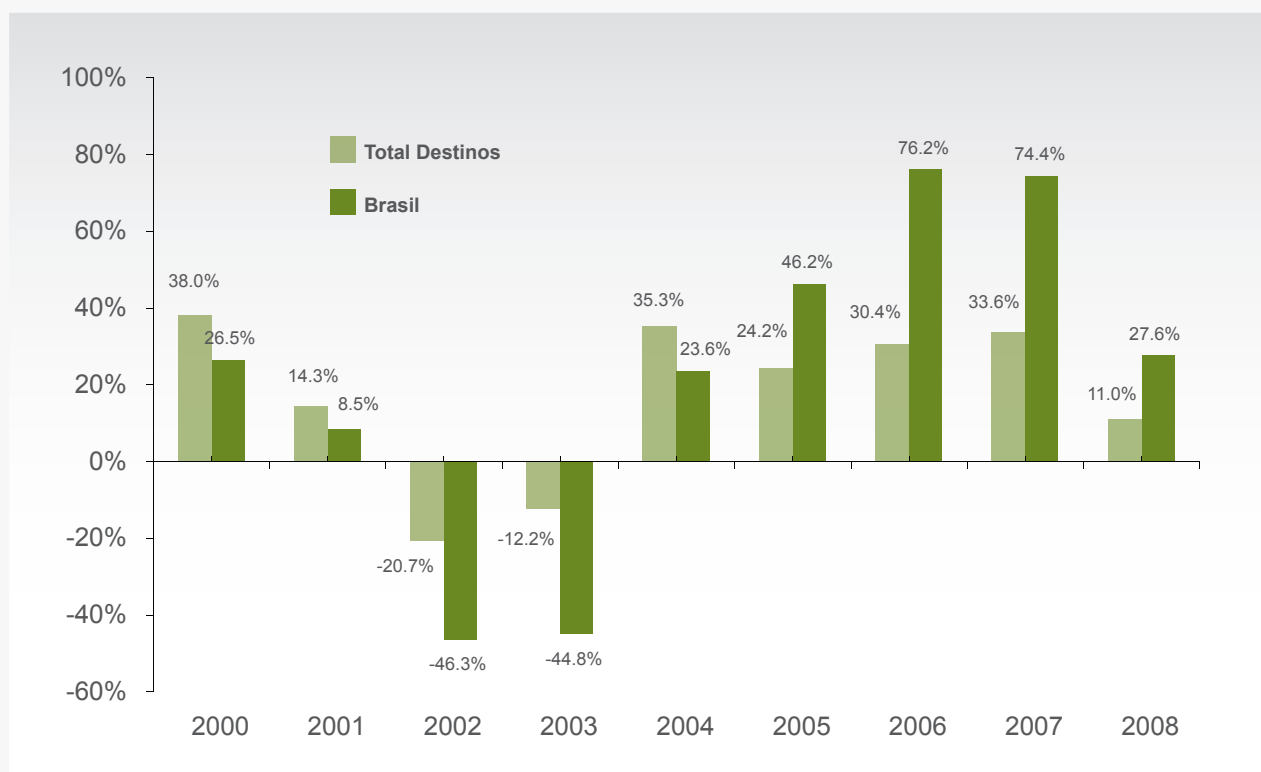
Sin embargo, a fines de la década de los noventa, las exportaciones automotrices argentinas comenzaron a retraerse. Inicialmente, en 1999, esa evolución se asoció al abandono del Plan Real (similar al régimen de Convertibilidad vigente por aquel entonces en nuestro país) por parte de Brasil, que determinó una disminución de 59,3% en las ventas de vehículos locales a aquel mercado.

Posteriormente, en el 2000, el Gobierno local acordó que en 2006 abandonaría completamente el régimen de intercambio compensado para el comercio intrazona de vehículos. Como corolario de dicho acuerdo, así como del mayor dinamismo que mostraba en aquel momento el mercado brasileño y de los diversos incentivos que ofrecían los Gobiernos Nacional y Estaduales de nuestro socio comercial, las matrices optaron por asignar sus nuevos modelos prácticamente de manera exclusiva a las filiales radicadas en Brasil.

A su vez, el envejecimiento de los modelos manufacturados localmente determinó que las exportaciones de automóviles argentinos al total de destinos, en general, y a Brasil, en particular, se contrajeran consecutivamente en 2002 (-20,7% y -46,3%, respectivamente) y en 2003 (-12,2% y -44,8%, respectivamente), a pesar de la ganancia de competitividad que significó para la industria nacional el incremento del tipo de cambio real (Gráfico III).

Precisamente, al constatar los perjuicios que implicaba ese escenario para la industria automotriz local, el

**GRÁFICO III**  
**EXPORTACIÓN DE VEHÍCULOS AUTOMORES (UNIDADES) 2000-2008.**  
**TASA DE CRECIMIENTO ANUAL**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de INDEC.

Gobierno Nacional comenzó a modificar la política sectorial intrazona. En primer lugar, en 2002, se fijó un régimen de comercio administrado y sin arancel que establecía un margen de flexibilidad previsto para cada año, idéntico para Argentina y para Brasil<sup>29</sup> (denominado “flex”). El coeficiente en cuestión no fijaba un tope al volumen de bienes exportados, sino que

comprometía a ambas naciones a no excederse de una relación fija entre las ventas externas y las importaciones bilaterales<sup>30</sup>.

<sup>29</sup> Ese régimen se materializó en el 31° Protocolo Adicional del Acuerdo de Complementación Económica N°14.

<sup>30</sup> Es importante destacar que los dos socios principales del MERCOSUR poseen estructuras de destino de su producción automotriz significativamente diferenciadas. Por un lado, Argentina, desde 2001, orientó sistemáticamente más de 50% de su producción al mercado externo. Por su parte, Brasil registró el mayor porcentaje de exportaciones/producción en 2005 (35%).

En segundo lugar, en diciembre de 2005 se prorrogó por seis meses adicionales (hasta tanto se alcanzase un nuevo acuerdo entre los Estados involucrados) el régimen vigente, a partir del cual cada país podía importar libre de aranceles hasta 2,6 veces el valor FOB de sus exportaciones de automóviles. Posteriormente, a mediados de 2006, se acordó reducir el cociente entre los valores FOB de las compras y de las ventas al Exterior a 2,1 para 2007, y a 1,95 para julio de 2008. Actualmente, el nivel del “flex” difiere entre ambos países: en el caso de Brasil, alcanza un valor de 2,1, mientras que, en Argentina, se mantiene en 1,95. La divergencia se fundamenta en las diferentes dimensiones de los mercados argentino y brasileño<sup>31</sup>.

Durante el último quinquenio la asignación de nuevos modelos por parte de las matrices a las terminales locales, derivada del nuevo régimen comercial sectorial, del sostenimiento del tipo de cambio real en niveles

competitivos y del aumento de la demanda interna, propició un continuo incremento de las exportaciones automotrices argentinas, en general (a una tasa promedio de 26,9%), y de los envíos a Brasil, en particular (a un ritmo medio de 49,6%), evolución que se interrumpió a fines del tercer trimestre como corolario de la profundización de la crisis financiera internacional.

A raíz de ese desempeño, la participación de la demanda brasileña en las ventas externas totales de la industria automotriz nacional, que había alcanzado niveles de 80% a comienzos de la presente década, se recuperó progresivamente, creciendo desde 32,7% en 2003 a 71,4% en 2008 (Gráfico IV).

31 En 2002 la producción con destino al mercado interno de Brasil resultó 38 veces superior a la de Argentina. Esta relación disminuyó paulatinamente a lo largo de los últimos años y, en la actualidad, el mercado interno brasileño es sólo 10 veces mayor que el argentino, refutando las hipótesis que sostienen que el régimen de comercio administrado perpetúa las ventajas de tamaño en favor de la industria de Brasil.

#### GRÁFICO IV PARTICIPACIÓN DE LAS VENTAS A BRASIL EN LAS EXPORTACIONES DE VEHÍCULOS AUTOMOTORES (UNIDADES) 2000-2008. COMO PORCENTAJE

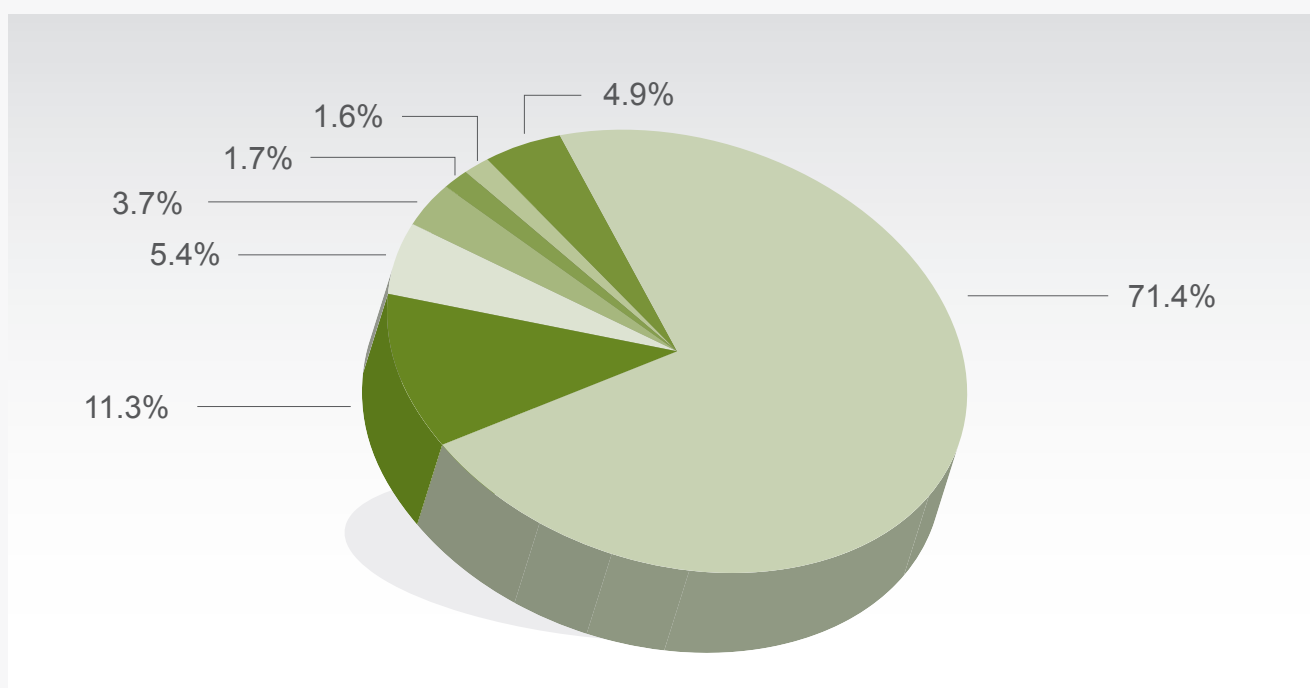


Fuente: Elaboración propia sobre la base de INDEC.

No obstante, la política automotriz implementada en el último quinquenio se asoció sólo parcialmente a una recuperación de la incidencia del mercado brasileño como destino de las exportaciones nacionales. Fue importante también la asignación de nuevos modelos para su producción en Argentina por parte de las casas matrices, que permitió un crecimiento de

la diversificación de las exportaciones de automóviles en términos de destinos respecto de comienzos de la presente década, a partir del aumento de los envíos a México, la Unión Europea y otras naciones latinoamericanas, que, en conjunto, concentraron aproximadamente 30% de las ventas externas argentinas en el rubro durante 2008 (Gráfico V).

**GRÁFICO V**  
**PRINCIPALES DESTINOS DE LAS EXPORTACIONES DE VEHÍCULOS AUTOMORES**  
**(UNIDADES) 2008**  
**COMO PORCENTAJE**

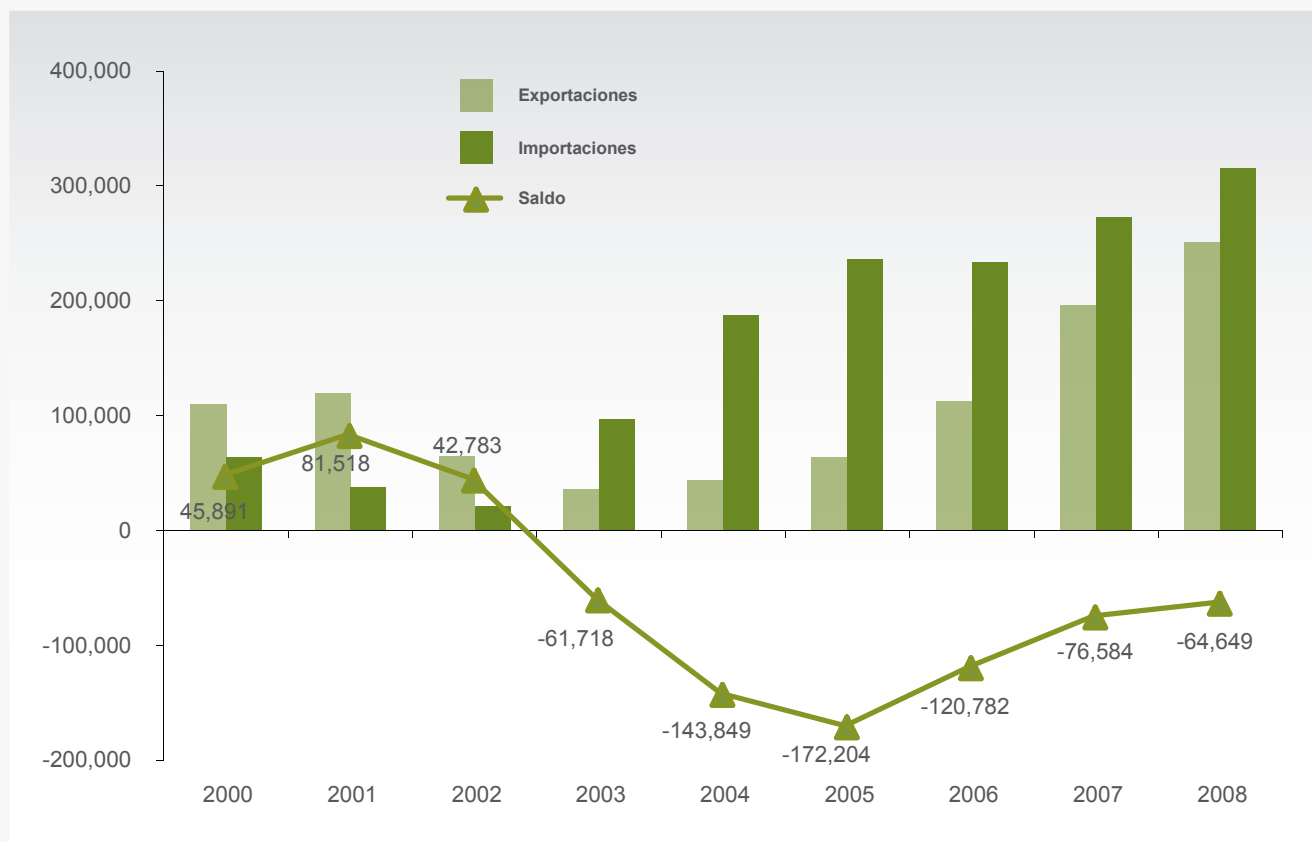


Fuente: Elaboración propia sobre la base de INDEC.

Desde el punto de vista del balance comercial sectorial, la política implementada a comienzos de la presente década implicaba, debido al “envejecimiento” de los modelos de automóviles manufacturados localmente, un déficit sistemático cuando el mercado interno se expandía. De hecho, el saldo comercial medido en términos de vehículos pasó de positivo entre 2000 y 2002 (fase en la que la demanda doméstica se retrajo) a crecientemente negativo en 2003 y 2004. El régimen automotriz vigente durante los últimos años, que propició la asignación de nuevos mode-

los a las terminales argentinas, motivó una continua reducción del déficit comercial sectorial, que pasó de 172.204 unidades en 2005 a sólo 64.649 en 2008 (Gráfico VI). Dicho proceso se asoció a una mejora en la complementación industrial al interior del MERCOSUR, dado que las fábricas locales se especializaron en la producción de vehículos de gama alta y media, en tanto que las plantas brasileñas se abocaron al ensamble de unidades de baja gama (“autos económicos”).

## GRÁFICO VI INTERCAMBIO COMERCIAL DE VEHÍCULOS AUTOMORES CON BRASIL 2000-2008 EN UNIDADES



Fuente: Elaboración propia sobre la base de INDEC.

### Reflexiones Finales

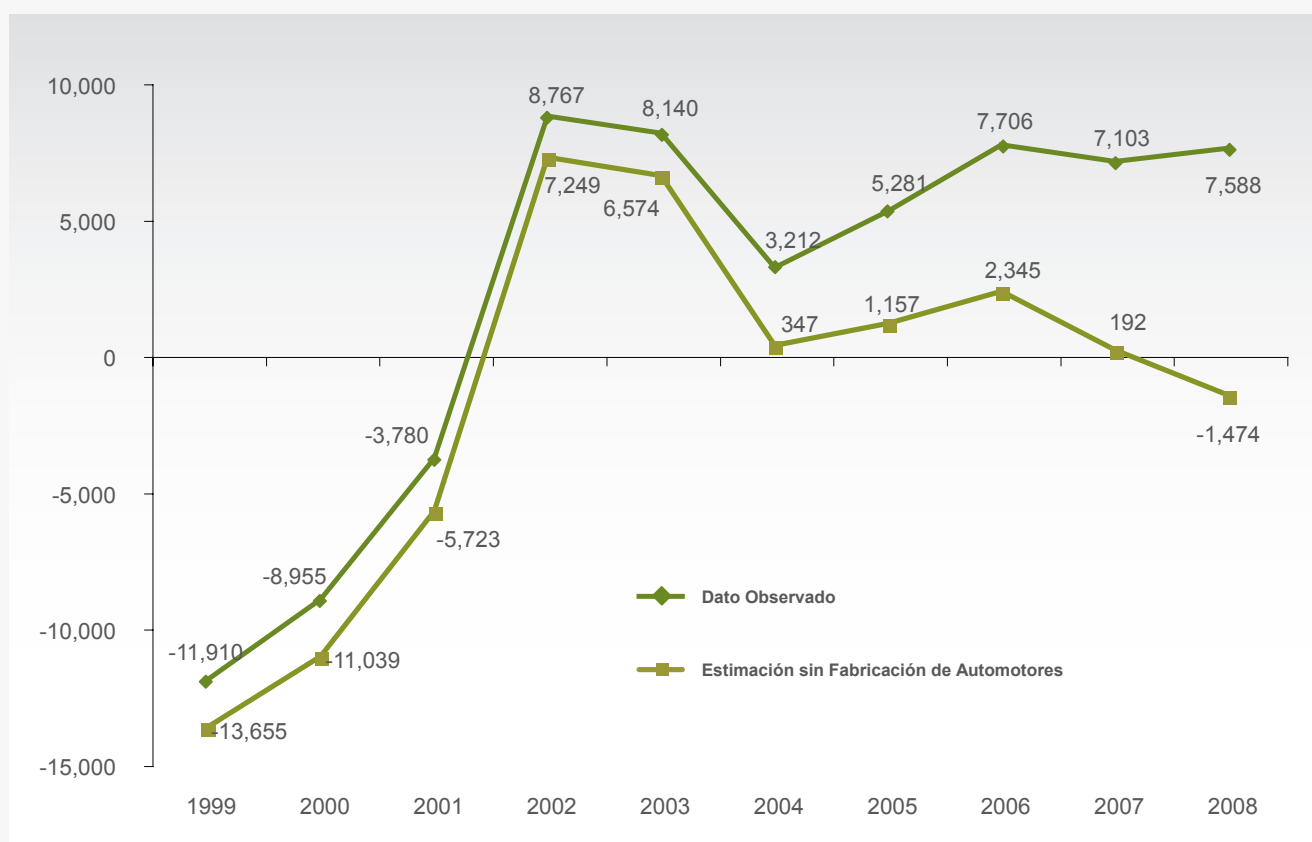
La asignación de nuevos modelos por parte de las matrices a las terminales locales entre 2003 y 2008, derivada de la política sectorial llevada adelante por el Gobierno Nacional y del tipo de cambio real y del aumento de la demanda interna, promovió un continuo incremento de las exportaciones automotrices argentinas. Dicha dinámica se asoció a la recuperación parcial de la participación de Brasil en las ventas externas de automóviles, en el marco de una integración productiva superior al interior del MERCOSUR, así como a una mayor diversificación de los envíos en términos de destinos.

Esa política automotriz no sólo generó efectos positivos directos (en las propias terminales) e indirectos (autopartistas y demás proveedores) sobre el entramado manufacturero nacional, sino que también arrojó

beneficios de índole macroeconómica, por su impacto en la cuenta corriente.

¿Cómo hubiera sido el saldo de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos durante los últimos años si no se manufacturasen vehículos domésticamente, no se exportaran automóviles y la demanda interna fuera abastecida completamente por importaciones?. De acuerdo a esa hipótesis extrema, el superávit en cuestión se hubiera deteriorado continuamente durante 2007 y 2008, tornándose deficitario (-1.500 millones de dólares) en ese último año. Por el contrario, la política sectorial implementada logró estabilizar el saldo comercial de esta rama manufacturera, contribuyendo a sostener el superávit de cuenta corriente en torno de 7.000 millones de dólares entre 2006 y 2008 (Gráfico VII).

**GRÁFICO VII**  
**ESTIMACIÓN DEL SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE SIN PRODUCCIÓN AUTOMOTRIZ 2000-2008**  
**EN MILLONES DE DÓLARES**

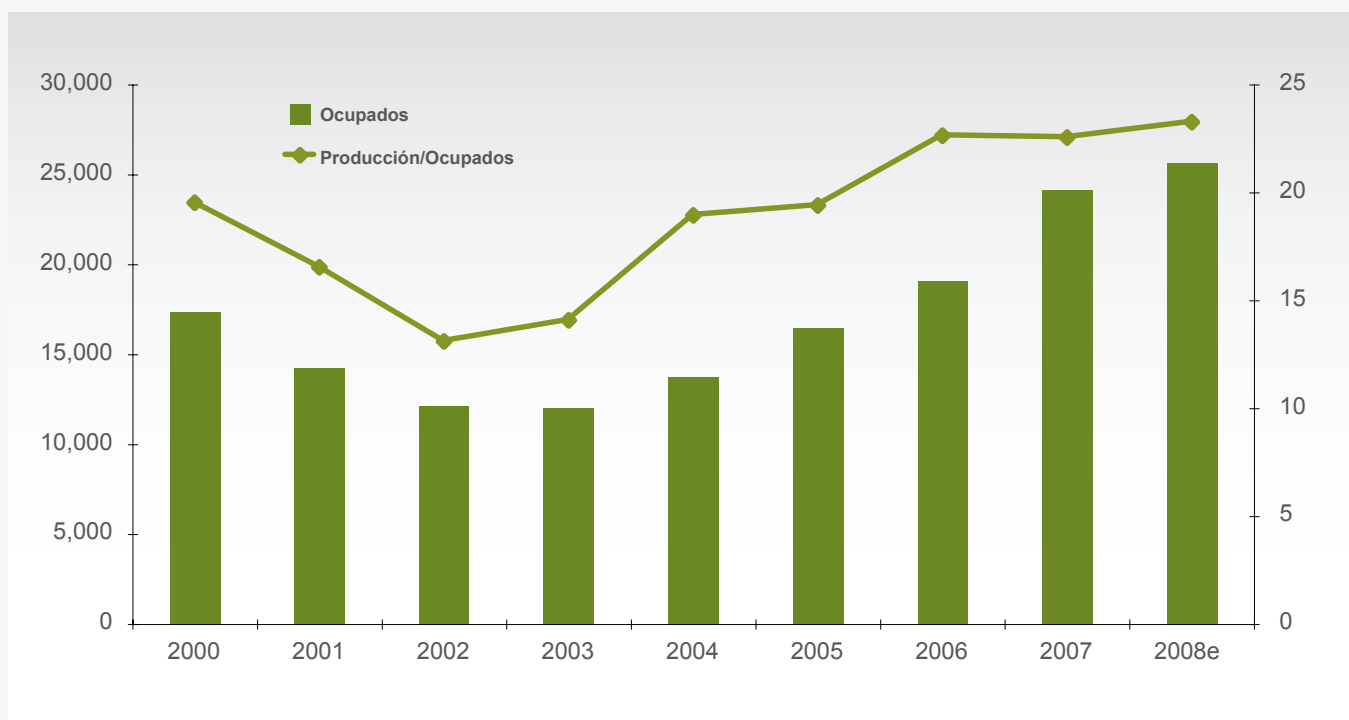


Fuente: Elaboración propia sobre la base de INDEC.

Finalmente, una de las principales ventajas de esta política sectorial radica en que no genera costos fiscales, dado que omite el otorgamiento de subsidios, al limitarse a regular el intercambio comercial al interior del MERCOSUR. Adicionalmente, el régimen automotriz adoptado durante el último quinquenio propició el aumento de la productividad de las terminales locales, evolución que no se basó en el ajuste del plantel de trabajadores sino en el aumento de la pro-

ducción. De hecho, la cantidad de ocupados en forma directa por esta industria se expandió continuamente (Gráfico VIII), dado que la estrategia de asignación de nuevos modelos para su ensamble exclusivo en la región permitió que la productividad creciese como corolario del incremento en la escala de producción de las fábricas locales.

**GRÁFICO VIII**  
**OCUPADOS DIRECTOS Y PRODUCTIVIDAD EN LA INDUSTRIA AUTOMOTRIZ ARGENTINA**  
**2000-2008**  
**CANTIDAD Y COCIENTE ENTRE LA PRODUCCIÓN Y EL NÚMERO DE OCUPADOS,**  
**RESPECTIVAMENTE**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de ADEFA.



# VIII. CAPITULO

Dinero y Bancos

# Dinero y Bancos

## 1. Agregados monetarios y tasas de interés pasivas

Durante el tercer trimestre del 2008 los depósitos totales del sector privado no financiero en moneda local mostraron una significativa recuperación, con un incremento de 7.138 millones de pesos (5,1%), impulsado por el fuerte crecimiento de las colocaciones a plazo, que evidenciaron un aumento de 5.708 millones de pesos (9,6%). Esta expansión de los depósitos a plazo viene explicada en mayor proporción por el tramo mayorista (depósitos de más de 1 millón de pesos), con un incremento de 3.860 millones de pesos (15%), lo que representa un 67,6% del crecimiento trimestral de las colocaciones a plazo en pesos del sector privado.

Las principales tasas de interés pasivas mostraron un pronunciado descenso producto de la recomposición de los pasivos bancarios. La tasa de interés Badlar cayó 369 p.b., y la tasa de interés de plazo fijo minorista 112 p.b., reduciendo el diferencial existente entre ambas en 257 p.b.

Las cuentas a la vista del sector privado mostraron un incremento menos pronunciado, de 1.678 millones de pesos (2,3%). Los depósitos en cuenta corriente evidenciaron un crecimiento de 3.114 millones de pesos, mientras que los depósitos en caja de ahorro cayeron en 1.436 millones de pesos.

El trimestre finalizó con un nuevo cumplimiento del Programa Monetario 2008. El agregado monetario M2 (promedio 30 días) se ubicó en 162.870 millones de pesos, prácticamente en el valor medio del rango establecido por el BCRA. El crecimiento del agregado monetario M2 privado se ubicó en 13,6% interanual, por debajo del nivel de crecimiento del producto nominal. El agregado más amplio M3 se ubicó en un 27,7% del PIB, con un ligero descenso de 0,4 p.p. en el trimestre, reflejando la estabilidad de la demanda de pesos.

## 2. Base Monetaria y liquidez

La Base Monetaria (BM) experimentó durante el trimestre una caída de 884 millones de pesos. La circulación monetaria (billetes y monedas en poder del público y las entidades financieras) evidenció una reducción de 944 millones de pesos, explicada en 767 millones de pesos por la disminución de billetes y monedas en manos del sector privado no financiero. Las reservas bancarias (billetes y monedas en poder de las entidades y depósitos en cuenta corriente en el BCRA) descendieron en 117 millones de pesos.

La intervención del BCRA en el mercado cambiario como comprador neto de divisas derivó en una expansión de la BM de 3.976 millones de pesos, constituyendo el principal factor que explica la expansión de la liquidez doméstica. Las operaciones de mercado abierto con Lebac y Nobac implicaron un incremento de la BM de 1.207 millones de pesos, mientras que otras operaciones (que condensa en parte el efecto monetario de la compraventa de títulos públicos por parte del BCRA) representaron una expansión de base de 2.845 millones de pesos.

Las operaciones de pasivos para el BCRA constituyeron la fuente principal de contracción de la BM, alcanzando los 7.058 millones de pesos, reflejando el excedente de liquidez en manos de las entidades financieras locales. Las operaciones del sector público derivaron en un descenso de la BM de 1.788 millones de pesos.

Finalizado septiembre, el ratio de liquidez bancaria (efectivo en entidades financieras, saldos en cuenta corriente en el BCRA y pasivos pasivos, como porcentaje de los depósitos totales en pesos) se ubicó en un 26,3%, 4,4 p.p. por encima del nivel observado en igual período de 2007.

### 3. Préstamos al sector privado y tasas de interés activas

Los préstamos totales al sector privado no financiero (en pesos y dólares) aumentaron de 5.884 millones de pesos (4,9% del stock) alcanzando los 125.653 millones de pesos (equivalentes a 12,7% del PIB).

Los préstamos en moneda local, que explican un 73,8% del crecimiento del crédito, crecieron en el mes 4.340 millones de pesos (4,2%). Las líneas destinadas al financiamiento de la actividad productiva (comerciales), resultaron el segmento más dinámico, con un aumento de 1.585 millones de pesos, impulsados tanto por los adelantos como por los documentos. El crédito al consumo mostró un crecimiento de 1.430 millones de pesos, con predominio de las líneas personales. Los préstamos con garantía real (hipotecarios y prendarios) se expandieron en 1.325 millones de pesos.

A pesar de la fuerte reducción del costo de fondeo bancario, las tasas de interés activas evidenciaron movimientos dispares. La tasa de interés activa promedio aplicada a los préstamos comerciales descendió en 244 p.b., mientras que la tasa de interés del segmento destinado al consumo presentó un aumento de 196 p.b. El crédito con garantía real evidenció un alza de 87 p.b. en el costo financiero.

La irregularidad de la cartera privada se ubicó en septiembre en un 2,8% del total de las financiaciones al sector privado no financiero, 0,7 p.p. por debajo del nivel observado en septiembre de 2007, experimentando un sostenido descenso y alcanzando nuevos mínimos históricos.

La tasa de interés interbancaria – Call – mostró en el trimestre un incremento de 71 p.b., aunque en un marco de cierta volatilidad, producto de una paulatina caída en el nivel de liquidez del mercado en un contexto de mayor estabilidad en el mercado local.

### 4. Mercado de cambios

Durante el tercer trimestre del año el resultado del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) se ubicó en niveles levemente negativos, alcanzando los 171 millones de dólares. El resultado superavitario de la cuenta mercancías, que totalizó 5.494 millones de dólares, no alcanzó a compensar la Formación de Activos Externos, que ascendió a 5.801 millones de dólares, aunque esta última experimentó una caída del 30,7% respecto del trimestre anterior.

Aún con compras netas en el mercado cambiario por parte del BCRA, que alcanzaron los 1.324 millones de dólares, las operaciones del sector público (708 millones de dólares) y el rubro otros (662 millones de dólares), que incluye el efecto de la valuación del tipo de cambio, lograron más que compensar la intervención del BCRA, por lo que las reservas internacionales mostraron en el período una reducción de 394 millones de dólares.<sup>32</sup>

<sup>32</sup> Ver capítulo de Sector Externo.

## 5. Tabla: Principales Indicadores de dinero y bancos

Principales Indicadores de Dinero y Bancos	2003 - 2006	2007	Acum. 2008	III 07	IV 07	I 08	II 08	III 08
<b>1 ACTIVOS Y PASIVOS DEL SISTEMA FINANCIERO</b>								
En Millones de Pesos (USD)								
Reservas Internacionales (USD)	19,311	40,447	48,335	42,891	46,176	50,464	47,516	47,121
Base Monetaria	51,520	84,686	99,024	86,218	98,979	98,437	102,223	101,339
Circulación Monetaria	35,857	62,507	73,015	64,755	74,804	71,990	74,329	73,385
En Público	32,238	57,140	66,265	59,057	67,343	64,880	66,633	65,866
En Entidades	3,619	5,367	6,749	5,698	7,461	7,110	7,696	7,519
Cuenta Corriente en el BCRA	14,398	22,179	26,009	21,463	24,175	26,447	27,894	27,954
Lebac y Nobac	18,245	52,745	51,263	56,453	49,791	55,129	48,557	48,507
Stock de Pases con el BCRA - Activos	110	185	61	514	253	0	0	121
Stock de Pases con el BCRA - Pasivos	3,095	3,652	8,512	5,021	3,294	8,090	5,036	12,215
Préstamos al Sector Privado	43,221	88,359	115,972	96,506	106,481	112,151	119,772	125,653
En Moneda Nacional	37,401	74,539	98,287	81,055	90,130	95,138	102,150	106,487
Consumo	8,933	25,990	37,126	29,196	32,986	36,183	39,727	41,159
Comerciales	17,323	32,076	39,084	33,669	37,115	37,685	39,588	41,168
Hipotecarios	9,200	11,811	15,461	12,950	14,157	14,942	15,895	16,856
Prendarios	1,945	4,662	6,616	5,240	5,872	6,328	6,940	7,304
En Moneda Extranjera (USD)	1,945	4,432	5,698	4,906	5,189	5,375	5,827	6,123
Depósitos del Sector Privado	86,355	136,948	160,450	143,569	152,103	160,918	160,374	169,931
En Moneda Nacional	78,435	119,097	138,380	123,589	130,821	139,077	138,811	145,816
Cuenta Corriente	18,381	31,506	37,467	32,831	35,396	38,616	36,785	39,763
Caja de Ahorro	16,908	28,307	33,328	30,486	34,137	33,617	34,897	33,462
Plazo Fijo	38,595	52,526	60,578	53,331	54,479	59,626	59,743	65,451
Otros	5,342	6,760	7,007	6,943	6,809	7,218	7,386	7,140
En Moneda Extranjera (USD)	2,649	5,725	7,108	6,344	6,754	6,900	7,130	7,704
Agregados Monetarios Totales								
M1 (ByM + Cta Cte en Pesos)	60,484	103,236	119,088	104,556	112,103	114,684	124,203	127,718
M2 (M1 + Caja de Ahorro en Pesos)	80,697	134,733	155,675	138,447	149,143	151,456	162,514	165,233
M3 (ByM + Depósitos Totales en Pesos)	135,877	222,552	259,326	232,412	244,881	255,975	262,042	273,112
M3* (M3 + Depósitos Totales en Pesos y Dólares)	146,396	242,057	284,193	253,914	268,022	280,917	286,831	300,229
Agregados Monetarios Privados								
M1 (ByM + Cta Cte Priv en Pesos)	50,619	88,647	103,733	91,888	102,739	103,496	103,418	105,629
M2 (M1 + Caja de Ahorro Priv en Pesos)	67,527	116,953	137,061	122,374	136,876	137,113	138,315	139,091
M3 (ByM + Depósitos Privados en Pesos)	110,674	176,237	204,646	182,646	198,164	203,957	205,444	211,682
M3* (M3 + Depósitos Totales en Pesos y Dólares)	118,594	194,088	226,715	202,627	219,446	225,797	227,007	235,797
<b>2 TASAS DE INTERÉS</b>								
Nominal Anual								
Lebac 90 días								
Mercado Primario	5.5	8.8	11.1	10.7	10.8	10.8	10.8	11.8
Pases Pasivos 1 día	3.4	5.4	8.4	5.2	8.0	8.0	8.8	9.8
Interbancaria - Call	4.2	8.5	8.4	10.9	9.2	7.8	10.2	9.2
Badlar	7.1	9.8	11.1	12.9	13.5	8.5	17.4	12.2
Plazo Fijo < \$100 mil	6.0	7.1	9.6	7.9	8.6	7.9	10.7	11.2
Prime	10.5	10.5	16.6	13.5	16.0	11.6	23.8	17.9
Tasas de Interés Activas								
Consumo	32.1	25.4	28.6	27.0	27.6	27.8	29.1	31.1
Comerciales	13.1	13.7	18.7	17.2	17.8	16.1	22.1	19.7
Hipotecarios	13.5	11.1	12.1	11.4	12.4	11.2	12.6	12.9
Prendarios	13.1	10.9	16.7	11.7	15.5	15.3	16.9	19.2
<b>3 INDICADORES DE SOLIDEZ DEL SISTEMA FINANCIERO</b>								
En Porcentaje								
Liquidez	25.3	23.0	25.4	21.9	23.0	25.1	24.7	26.3
Crédito al Sector Público	35.2	16.1	13.8	15.8	15.8	14.4	14.0	13.0
Irregularidad de Cartera Privada	16.1	3.2	3.1	3.5	3.2	3.3	3.3	2.8
Exposición Patrimonial al Sector Privado	1.0	-3.0	-2.7	-3.2	-3.0	-2.5	-2.4	-3.1
ROA	-0.2	1.5	1.7	1.3	1.5	1.9	1.6	1.6
Integración de Capital	15.2	16.9	16.8	17.0	16.8	16.8	16.5	17.0
Posición de Capital	152.0	93.0	83.7	98.0	90.0	80.0	82.0	89.0

Fuente: BCRA

## 6. Evolución reciente del capital nacional en el sistema financiero argentino

### Introducción

La volatilidad macroeconómica que ha caracterizado a la economía nacional desde mediados de la década del setenta ha volcado al sistema financiero a concentrar su funcionamiento en las operaciones bancarias tradicionales.

Hacia fines de la década de los ochenta y durante la década de los noventa, en línea con el discurso imperante respecto del rol de los mercados financieros privados, se implementaron desregulaciones con la pretensión de aumentar la competitividad y eficiencia del sistema financiero. En primer lugar, se liberaron las tasas de interés y se ejecutó un proceso intensivo de privatizaciones, con la consecuente reducción de la participación del Estado en la asignación del crédito, junto con la adopción de normas de suficiencia de capital, lo que implicó una reducción de los requerimientos de liquidez. En segundo lugar, se instrumentaron medidas para atraer bancos extranjeros, eliminando los obstáculos regulatorios que imponían barreras a la entrada de los mismos, lo que supuso la consolidación de una mayor concentración en el sector bancario<sup>33</sup>.

Los resultados de esta política fueron en gran medida decepcionantes. La liberalización y apertura del mercado financiero no derivaron en una diversificación de las operaciones y/o un aumento del alcance de las mismas. Se impulsó la dolarización del sistema y estableció una dinámica crediticia, que propició el descalce de monedas y plazos, culminando en una crisis bancaria y financiera sin precedentes.

Como consecuencia directa de la crisis, las quiebras, fusiones y ventas experimentadas por los bancos privados redujeron su participación en el total del sistema financiero. Asimismo, la desaparición de las filiales de los bancos de capital extranjero, que revirtieron su estrategia de expansión, aumentó significativamente la participación de los bancos de capital nacional en el sistema financiero, participación que

alcanzó así un máximo del 47% del activo de la banca privada durante el período 2006 – 2008 (Gráfico I).<sup>34</sup> Desde el comienzo de la fase expansiva que comenzó en 2003, si bien los balances del sistema financiero experimentaron importantes cambios, producto en parte de las modificaciones en la composición del ahorro del sector privado no financiero y de las nuevas condiciones del crédito bancario, el incremento de la participación de los bancos de capital nacional incidió positivamente sobre los niveles de eficiencia agregada.

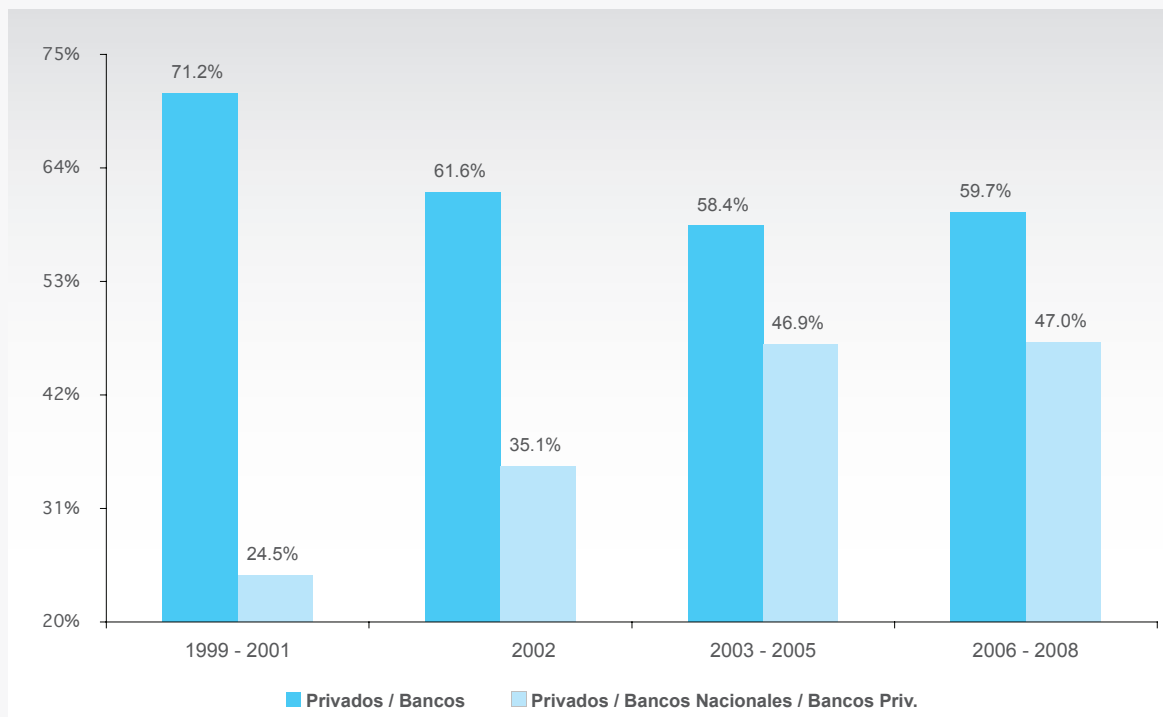
El predominio de entidades de capital nacional ha contribuido a la estabilidad del sistema financiero, dado que los bancos extranjeros suelen contar con un mayor grado de aversión al riesgo y tienden a implementar estrategias del tipo defensivas ante episodios de tensión en el mercado nacional e internacional, empeorando los efectos de las restricciones de liquidez. Por el contrario, las entidades de capital nacional cuentan con un mayor conocimiento de la legislación, los criterios de información, la idiosincrasia de los clientes y la orientación de las autoridades, contribuyendo a una mejor administración de los riesgos.

**Evolución reciente del capital bancario nacional**  
A partir de 2003 se observa en Argentina una sostenida recuperación de los niveles de intermediación financiera. La banca privada de capital nacional ha sido uno de los motores de este cambio, experimentando una notable recomposición de los depósitos, en simultáneo con la reconstrucción de la confianza del sector privado en el sistema financiero, y un rápido crecimiento del crédito privado, especialmente dentro de los segmentos orientados al consumo y el financiamiento de la inversión.

<sup>33</sup> La participación de los bancos extranjeros en el total de activos bancarios aumentó desde 10% en 1990 hasta 49% en 1999, alcanzando un 61% hacia 2001. Desde 1994 hasta 2000, el número de bancos se redujo en un 45%, en tanto los diez bancos más grandes pasaron de concentrar un 73,1% de los depósitos en 1994 a acumular un 80,7% en 2000.

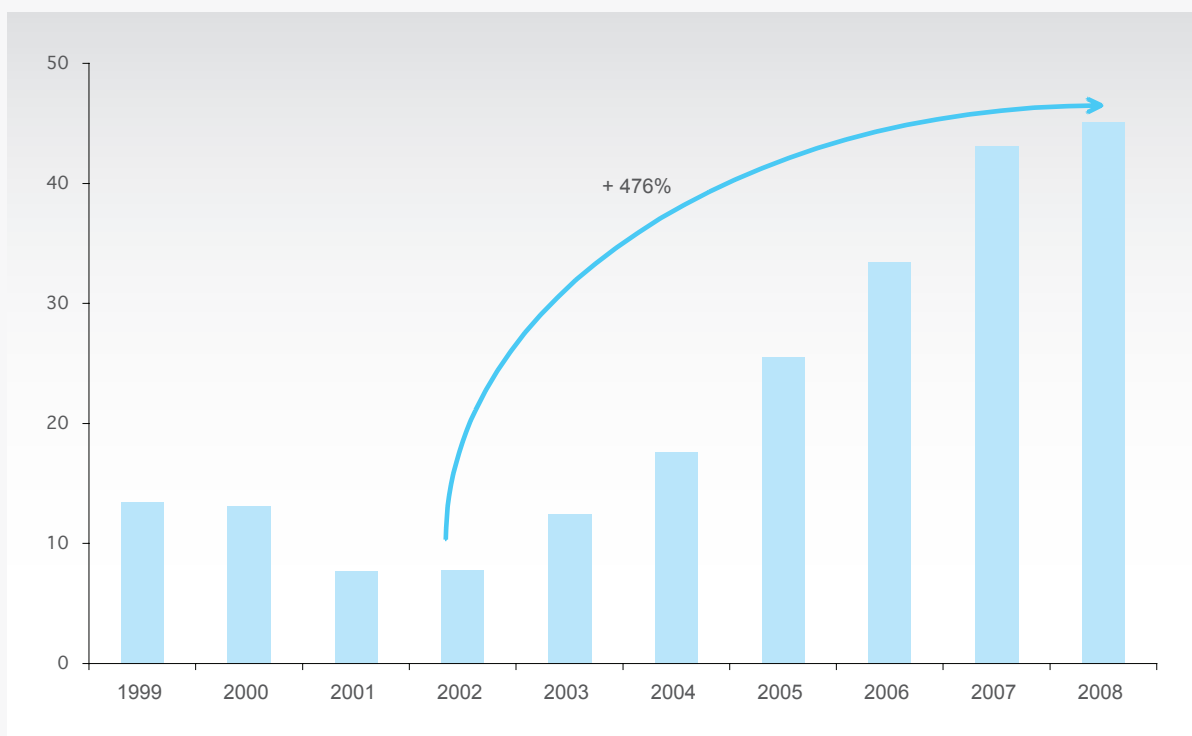
<sup>34</sup> El mismo patrón de comportamiento se observa si se toma en consideración la participación de la banca de capital nacional en el pasivo.

## GRÁFICO I PARTICIPACIÓN DE LOS BANCOS PRIVADOS Y DE CAPITAL NACIONAL EN EL SISTEMA FINANCIERO EN PORCENTAJE DEL ACTIVO



Fuente: Elaboración propia sobre la base de BCRA.

## GRÁFICO II CRECIMIENTO DE LOS DEPÓSITOS TOTALES EN LOS BANCOS PRIVADOS DE CAPITAL NACIONAL EN MILES DE MILLONES DE PESOS

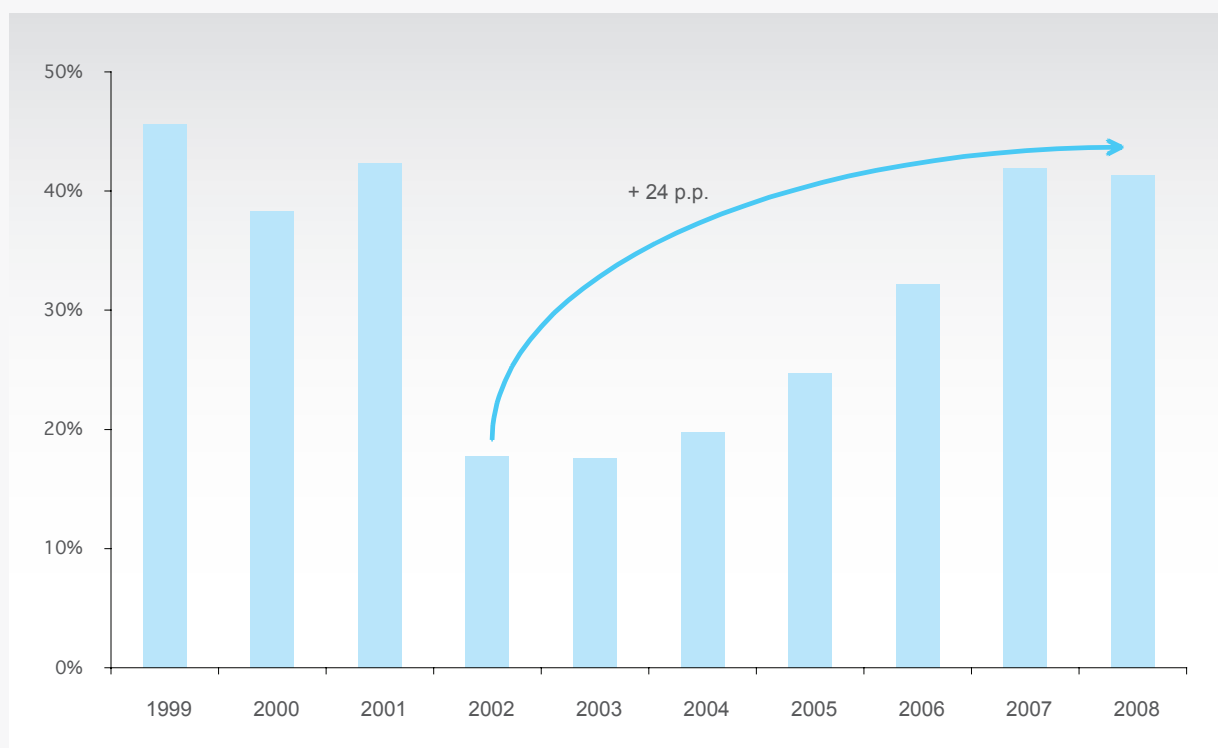


Fuente: Elaboración propia sobre la base de BCRA.

Como puede observarse en el Gráfico II, los depósitos totales en los bancos privados de capital nacional mostraron una trayectoria creciente a lo largo del período, experimentando un incremento de aproximadamente 5 veces desde el mínimo alcanzando en 2002. La recomposición del fondeo bancario y la liquidez sistémica, que se reflejaron en tasas de interés decrecientes durante gran parte del período 2003-2008,

ampliaron drásticamente la oferta prestable que, en un contexto de fuerte impulso del nivel de actividad económica, se tradujo en un sostenido incremento del crédito privado. Los préstamos totales al sector privado evidenciaron una participación creciente en el activo bancario para las entidades privadas de capital nacional, acumulando un incremento de 24 p.p. desde el mínimo observado en 2002 (Gráfico III).

**GRÁFICO III**  
**PARTICIPACIÓN DEL CRÉDITO PRIVADO EN EL TOTAL DE ACTIVOS BANCOS PRIVADOS DE CAPITAL NACIONAL EN PORCENTAJE DEL ACTIVO**

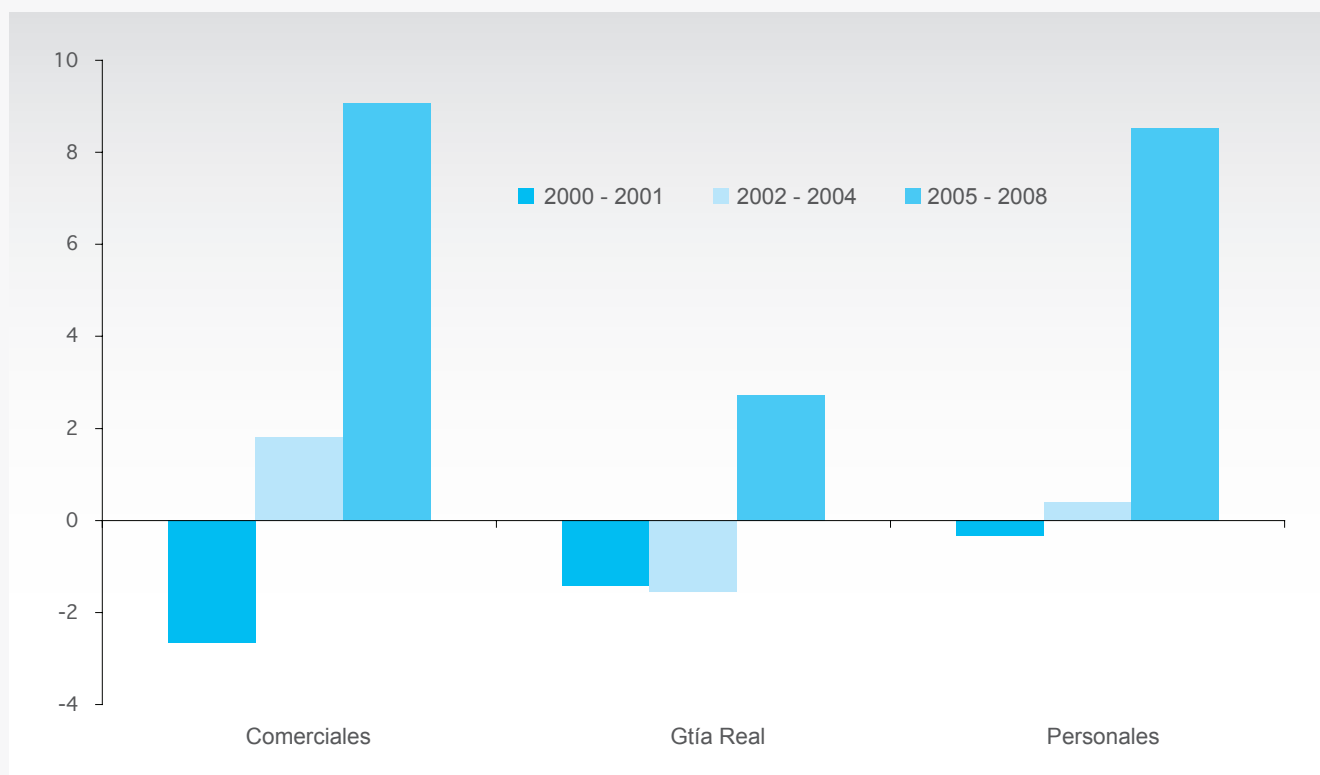


Fuente: Elaboración propia sobre la base de BCRA.

Aunque la recuperación de los préstamos al sector privado fue generalizada en todos los segmentos (Gráfico IV), se destacaron el financiamiento al consumo (personales) y la inversión (crédito comercial). Los préstamos con garantía real resultaron más concentrados en las entidades financieras públicas.

La profunda crisis económica y financiera de 2001-2002 dio lugar a una severa retracción del tamaño del sector financiero, en simultáneo con visibles cambios estructurales en la configuración del sistema, que se reflejaron en gran medida en los balances de las entidades financieras. Las alteraciones en la composición

**GRÁFICO IV**  
**CRECIMIENTO DEL CRÉDITO PRIVADO POR SEGMENTO**  
**BANCOS PRIVADOS DE CAPITAL NACIONAL**  
**EN MILES DE MILLONES DE PESOS**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de BCRA.

del ahorro financiero del sector privado, el acortamiento de los plazos y la disminución del descalce de monedas, en simultáneo con el surgimiento de nuevos instrumentos de regulación monetaria (Lebac y No-bac), modificaron sensiblemente las hojas de balance de los bancos.

Entre los períodos 1999-2001 y 2003-2008 el sistema financiero presentó un incremento en el mantenimiento de activos líquidos o de disponibilidad inmediata, junto con un crecimiento significativo de las tenencias de títulos del BCRA, aunque con una reducción de la exposición al sector público, que alcanzó un mínimo de 12,5% del activo en 2008.

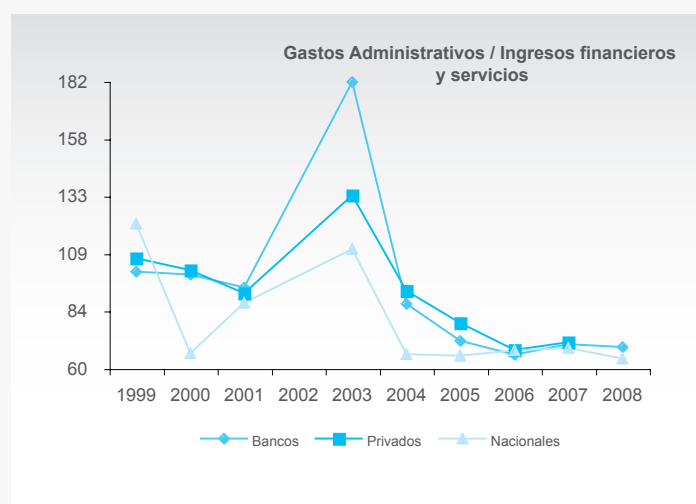
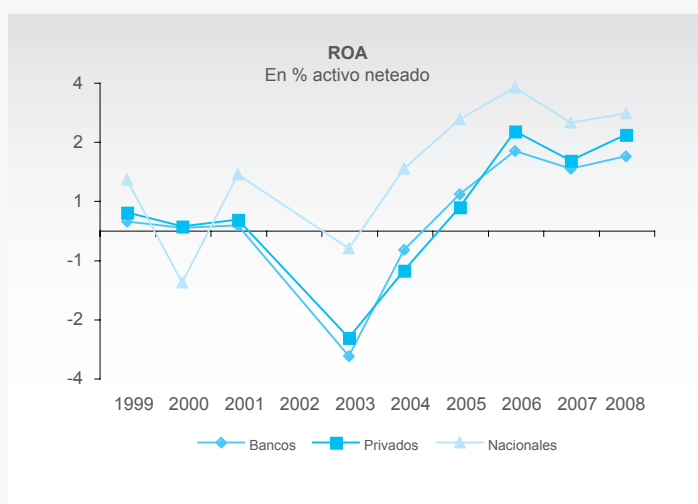
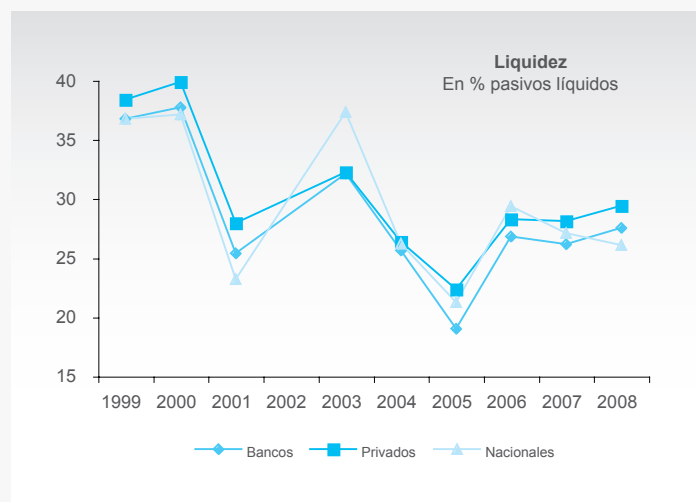
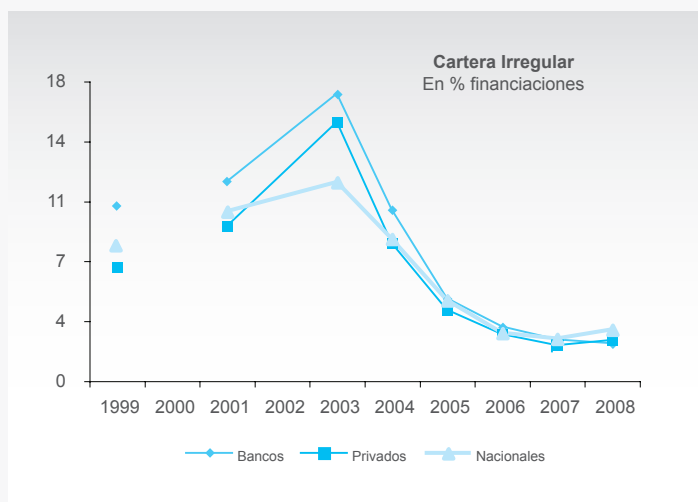
El sector privado no financiero destinó, en comparación con la década anterior, una menor proporción de su ahorro bancario a la constitución de depósitos nominados en moneda extranjera, favoreciendo las colocaciones en moneda nacional.

Los crecientes márgenes financieros observados durante el período 2003-2008 son un claro indicador del dinamismo del sector financiero, al tiempo que los bancos continúan manteniendo niveles elevados de liquidez y sobrecumpliendo las exigencias de capital (en un 91% para 2008).

Durante los últimos años, el crecimiento económico y la mayor estabilidad financiera produjeron en conjunto una mejora en las condiciones microeconómicas de la banca. La remonetización de la economía y la recuperación en la actividad de intermediación financiera produjeron una mejora sostenida en los indicadores de eficiencia de la banca en su conjunto. Lo interesante del caso es que el aumento de la participación de la banca de capital nacional desempeñó un papel central en los elevados niveles de eficiencia observados en el sistema, mostrando un mejor desempeño que la banca privada en su conjunto.



## GRÁFICO V INDICADORES DE EFICIENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO 1999 – 2008.



Fuente: Elaboración propia sobre la base BCRA.

En el Gráfico V se presenta la evolución de una serie de indicadores de eficiencia para el sistema financiero durante el período 1999-2008. En primer término, como se mencionó, se observa una mejora paulatina en la gestión microeconómica del total de la banca, producto de la recuperación económica, consistente con el incremento de la participación del capital nacional: la cartera irregular descendió hasta alcanzar mínimos históricos, la liquidez se ajustó a la baja de

acuerdo con los menores riesgos del sistema, la rentabilidad se recuperó, superando el promedio observado en la década de los noventa, y los niveles de eficiencia operativa se incrementaron en línea con el alza de los ingresos financieros<sup>35</sup>.

<sup>35</sup> Si bien se advierte un claro componente procíclico en la evolución de dichos indicadores, los mismos se ubican sistemáticamente en niveles más favorables que los observados durante la década de los noventa, dando cuenta del cambio estructural experimentado por el sistema financiero.

En segundo término si bien se observa un comportamiento homogéneo entre los bancos privados<sup>36</sup>, en materia de rentabilidad, la banca privada nacional evidencia niveles sostenidamente superiores que el promedio de los bancos privados. De este modo, los niveles de eficiencia de la banca se incrementaron de forma sostenida, en un contexto de reducción en la participación de la banca extranjera.

A nivel sistémico, el incremento de la participación de las entidades de capital nacional en el total del activo bancario contribuyó a moderar potenciales fuentes de vulnerabilidad financiera, como las experimentadas en los años noventa con la internacionalización del sistema financiero.

La diversificación de mercados en la que incurren los bancos extranjeros hace necesaria la estandarización y sofisticación de los modelos de evaluación de riesgos, lo que lleva a que estas instituciones sobre-reaccionen ante las reversiones del ciclo económico, acentuando las eventuales restricciones monetarias.

Además, el accionar de estos bancos es altamente dependiente de las condiciones imperantes en los mercados externos, lo que puede llevar a una política de naturaleza precautoria para las filiales, fruto de cambios en las condiciones financieras de los países donde se radican las casas matrices.

Contrariamente a lo que comúnmente se asume, la experiencia reciente muestra que el respaldo de las casas matrices hacia las filiales es en gran medida limitado.

Por un lado, todos los aportes realizados por las casas matrices a sus filiales deben estar respaldados por un incremento idéntico del capital global, lo que impone severas restricciones a la asistencia financiera en condiciones de iliquidez o incertidumbre. Por otro lado, en algunos países (como Estados Unidos) el sistema financiero se encuentra regido por una serie de reglamentaciones que prohíben en ciertas circunstancias la asistencia a las filiales de la casa matriz.

## Reflexiones finales

La crisis que signó el fin de la vigencia del Plan de Convertibilidad impulsó una creciente participación de los bancos privados de capital nacional en el total del sistema financiero.

Esta modificación en la estructura de propiedad se dio en paralelo con una continua mejora en la performance microeconómica de las instituciones financieras, en un contexto de sostenido crecimiento macroeconómico. Asimismo, los bancos de capital extranjero no evidenciaron a lo largo de este período indicadores de eficiencia mejores a los observados en el total de los bancos privados, presentando incluso niveles de rentabilidad sostenidamente superiores.

La reducción de la participación de los bancos extranjeros en las operaciones domésticas parece ser compatible con una mejora en las condiciones de estabilidad financiera. En efecto, mientras que las entidades de capital extranjero son más sensibles al ciclo y dependientes en mayor medida de las condiciones externas, las entidades de capital nacional cuentan con un mayor conocimiento de las instituciones legales, informativas y públicas, logrando una mayor eficacia en la administración de los riesgos.

36 La realización del tradicional test de hipótesis indica que la diferencia entre las medias de las series de los principales indicadores de los distintos grupos de bancos no son estadísticamente significativas para cada uno de los indicadores.



**Para consultas y sugerencias, por favor dirigirse a:**

Tel.: +54-11-4349-5611/12

Fax: +54-11-4349-5690

e-mail: [sspe@mecon.gov.ar](mailto:sspe@mecon.gov.ar)

Este Informe Económico se encuentra disponible en la página <http://www.mecon.gov.ar/peconomica/informe/indice.html>.

Allí también pueden descargarse los cuadros del Apéndice Estadístico a los que se hace referencia en algunos capítulos del Informe.