

# INFORME ECONÓMICO

Tercer Trimestre 2010

MINISTERIO DE ECONOMÍA  
Y FINANZAS PÚBLICAS

Secretaría de Política Económica  
Subsecretaría de Programación Económica

REPÚBLICA ARGENTINA



# **Autoridades**

**Ministro de Economía y Finanzas Públicas**

**Lic. Amado Boudou**

**Secretario de Política Económica**

**C.P. Roberto Feletti**

**Subsecretario de Programación Económica**

**Lic. Antonio Mezmezian**

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

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

**Este ejemplar N° 73 ha sido editado en el mes de Enero de 2011**

**Presidenta**

**Dra. Cristina Fernández de Kirchner**

**Ministro de Economía y Finanzas Públicas**

**Lic. Amado Boudou**

**Secretario de Política Económica**

**C.P. Roberto Feletti**

**Secretario de Comercio Interior**

**Lic. Guillermo Moreno**

**Secretario de Finanzas**

**Dr. Hernán Gaspar Lorenzino**

**Secretario de Hacienda**

**Sr. Juan Carlos Pezoa**

**Secretario Legal**

**Dr. Andrés Iturrieta**

# Índice

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Introducción</b>   | <b>7</b>  |
| <b>La Economía Argentina en el Tercer Trimestre de 2010</b>   | <b>9</b>  |
| <b>Notas Técnicas del Informe Económico Trimestral</b>  | <b>12</b> |
| <b>Panorama Internacional</b>   | <b>13</b> |
| <b>Principales Indicadores</b>  | <b>18</b> |
| <b>Nota Técnica: Shock en los Precios de los Alimentos y Respuestas de Política</b>                                   | <b>19</b> |
| <b>Nivel de Actividad</b>   | <b>31</b> |
| <b>Principales Indicadores</b>  | <b>36</b> |
| <b>Empleo e Ingresos</b>  | <b>37</b> |
| <b>Principales Indicadores</b>  | <b>42</b> |
| <b>Nota Técnica: Consideraciones Críticas Sobre la Tasa Natural de Desempleo a Partir de la Experiencia Argentina</b> | <b>43</b> |
| <b>Finanzas Públicas</b>  | <b>57</b> |
| <b>Principales Indicadores</b>  | <b>63</b> |
| <b>Precios</b>  | <b>65</b> |
| <b>Principales Indicadores</b>  | <b>70</b> |
| <b>Sector Externo</b>   | <b>71</b> |
| <b>Principales Indicadores</b>  | <b>76</b> |
| <b>Nota Técnica: Descomposición de la Cuenta Corriente</b>  | <b>77</b> |
| <b>Dinero y Bancos</b>  | <b>87</b> |
| <b>Principales Indicadores</b>  | <b>91</b> |
| <b>Nota Técnica: Política Monetaria no Convencional</b>   | <b>92</b> |

# Introducción



## La Economía Argentina en el Tercer Trimestre de 2010

Durante el tercer trimestre de 2010 la dinámica de la economía mundial continuó dominada por la incertidumbre, debido a las marcadas asimetrías en el desempeño de las economías. Los países desarrollados continuaron exhibiendo un crecimiento débil, reflejando en parte los efectos duraderos de la crisis económica internacional por un lado, y el agotamiento de la batería de los paquetes fiscales por el otro. En cambio, las economías emergentes parecen consolidar las tasas de crecimiento de la actividad observadas antes de la crisis, con un crecimiento robusto aunque con una leve desaceleración respecto del último trimestre.

EEUU aceleró su crecimiento desestacionalizado en el tercer trimestre del año a 2,6% anual, frente a 1,7% en el trimestre anterior. Si bien se produjo cierta recuperación de la inversión, parte de este crecimiento se debe al crecimiento de los inventarios. En un contexto en el que la política expansiva parece estar alcanzando sus límites, el bajo dinamismo del empleo y el impulso negativo de las exportaciones netas son los principales factores de preocupación respecto de la continuidad de la recuperación.

En lo que respecta al mercado de trabajo, EEUU observa una baja elasticidad empleo-producto que bien puede responder a factores estructurales. Algunas estimaciones indican que la tasa de crecimiento del producto necesaria para mantener el desempleo constante se ubica en torno a 2,5%, mientras que para que el desempleo se reduzca en un punto porcentual por año esa cifra ronda el 5%. De esta manera, las tensiones en el mercado de trabajo continuarán siendo uno de los problemas más acuciantes generados por la crisis internacional.

En el plano externo, el ensanchamiento del déficit de EEUU continúa filtrando parte de los estímulos fiscales implementados. El saldo negativo de la balanza comercial creció de -2,8%

en términos del PIB en I.10 a -3,3% en III.10, en un contexto en el que los cambios en las cotizaciones de las monedas de los socios comerciales favorecieron la competitividad estadounidense. El yuan se apreció respecto del dólar un 1,3% en relación a II.10, mientras que el dólar se depreció 11,4% respecto del euro y 5,3% en relación al oro.

La Eurozona desaceleró levemente su crecimiento desestacionalizado, de 2,0% anual en II.10 a 1,9% en III.10, aunque con una fuerte heterogeneidad entre sus Estados miembro. La tasa de crecimiento sin estacionalidad en III.10 fue de 3,9% anual en Alemania; de apenas 0,2% en España; y de -4,5% en Grecia.

La mayor incertidumbre respecto de la evolución futura de los PIIGS siguió incrementando la volatilidad financiera de la región. En particular, la situación de Irlanda y Grecia sigue caracterizada por graves problemas de deuda. A pesar del anuncio del paquete de rescate a favor de Grecia, se produjo un incremento significativo en los indicadores de riesgo soberano de Irlanda y Portugal. En este contexto, las autoridades de la región aprobaron una reforma financiera que incrementa drásticamente las regulaciones en materia bancaria y de inversión financiera.

Como contracara de este escenario, las economías en desarrollo continuaron exhibiendo un crecimiento robusto durante III.10, aunque con una leve desaceleración en los casos de China y Brasil. En el caso del gigante asiático, el crecimiento pasó de 11,6% en I.10 a 9,6% en III.10, marcando el segundo trimestre consecutivo de desaceleración. En parte, la desaceleración podría estar asociada al paulatino agotamiento de los paquetes de estímulo fiscal implementados como estrategia para capear la crisis internacional. Al mismo tiempo, las crecientes preocupaciones de la autoridad monetaria china por las presiones inflacionarias y por la posible gestación de una burbuja

en el mercado podrían significar una suavización en las tasas de crecimiento de mediano plazo de esta economía. En el caso de Brasil, la desaceleración del crecimiento anual fue de -2,5p.p., exhibiendo un ritmo de crecimiento de 6,7% en III.10, pero la dinámica trimestral anualizada se redujo a 2,1%.

A las señales ambiguas que experimenta el mundo en materia de crecimiento económico, se le sumaron en este trimestre algunas tensiones cambiarias. EEUU ha hecho explícito su objetivo de reducir su déficit externo por la vía de la depreciación de su tipo de cambio con China, Europa enfrenta presiones crecientes para mejorar la competitividad de sus socios más golpeados por la crisis, y las economías emergentes no dan muestras de modificar sus estrategias de desarrollo basadas en la competitividad, en un contexto en que estas economías exhiben una renovada capacidad de intervención gracias a la acumulación de reservas internacionales.

En este entorno, la dinámica de la economía local retomó tasas de crecimiento similares a las previas a la crisis. El PIB se expandió 8,6% anual en III.10, 0,4% desestacionalizado respecto del trimestre anterior. Así, en el acumulado de los tres primeros trimestres la economía experimentó un crecimiento anual de 9,1%. La desaceleración en el crecimiento anual respecto del segundo trimestre del año se debió casi exclusivamente al menor dinamismo que mostró la actividad agropecuaria, lo cual convirtió a la industria y al comercio en las principales actividades que impulsaron la expansión del producto.

La absorción interna continuó traccionando el crecimiento, con el consumo total creciendo 8,8% anual y la Inversión Bruta Interna Fija 26,6%. Sorteada la crisis, el crecimiento de la formación de capital estuvo explicado principalmente por la expansión del equipo durable de producción (55,4% anual), en parte logrado gracias al incremento de las importaciones de bienes de capital. El impulso sobre las compras externas tornó negativo el aporte al crecimiento proveniente de las exportaciones ne-

tas. En III.10 las importaciones crecieron 37,4% en términos reales, lo que ubicó a las importaciones 8,9% por encima del registro de 2008.

El gasto privado sigue recuperando el vigor perdido durante la crisis internacional. El componente público del consumo mostró un comportamiento ligeramente contracíclico, desacelerando -4,4 p.p. respecto del crecimiento anual del trimestre anterior. Con la demanda del sector privado expandiéndose a tasas cercanas a los picos pre-crisis, los estímulos del sector público se han focalizado en la inversión pública, de manera de seguir sosteniendo su articulación con la inversión privada.

El crecimiento sectorial estuvo comandado por producción de bienes en general, que se expandió 8,1% anual, y la industria manufacturera en particular, que creció un 10,6%, en un trimestre en el que la expansión del sector agropecuario reduce su relevancia por razones estacionales. Los sectores de servicios acompañaron con una suba de 7,8%, una dinámica que se mostró en línea con lo acontecido durante el primer semestre del año. En este período, los servicios que más se expandieron fueron los más relacionados con la producción de bienes: Comercio con un 15,3% anual; y Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones con 11,0%.

La dinámica de la actividad permitió continuar con la reducción de la tasa de desempleo, que se ubicó en 7,5%, -1,6p.p. por debajo de la tasa observada un año atrás. En el mismo sentido, también se evidenció una reducción de la incidencia del subempleo, que alcanzó el 8,8%, con una reducción de -1,7 p.p respecto de III.09. En el sector industrial, el empleo se expandió un 1,6% anual, lo que fue acompañado por un incremento de 3,2% en el Índice de Horas Trabajadas (IHT). En tanto se complete el proceso de normalización de las horas trabajadas a sus valores precrisis (el efecto labor hoarding en reversa), se prevé una nueva aceleración en la creación de empleos.

El perfil externo de la economía luce estable. La cuenta corriente mantuvo su saldo positivo

durante III.10 gracias al buen desempeño de la cuenta Mercancías, que cubrió el incremento en el devengamiento de intereses y de las utilidades y dividendos. Así, en III.10 el saldo de la cuenta corriente acumulado para los últimos cuatro trimestres resultó superavitario en 1,5% del PIB. El saldo positivo de la cuenta Mercancías se mantuvo pese al crecimiento de 50,1% de las importaciones, compensadas en buena parte por una notable expansión de 36% de las exportaciones. Al excedente positivo de la Cuenta Corriente se sumó el de la Cuenta Capital y Financiera, que dio cuenta de una nueva morigeración en el ritmo de formación de activos externos del sector privado.

En lo que respecta a la política fiscal, la comparación con el año 2009 muestra que la estrategia contra-cíclica implementada, además de resultar efectiva para revertir el ciclo recesivo, se tradujo posteriormente en una dinámica positiva de los ingresos públicos. En el tercer trimestre de 2010 los ingresos del Sector Público Nacional No Financiero crecieron 47,0% en términos anuales, 14 p.p. por encima de la expansión de las erogaciones, que aumentaron 33,0% en el mismo período. Así, el superávit primario en términos del PIB se ubicó en III.10 en 2,2% y el financiero en 0,2%, lo que representa una mejora de 0,5 y 0,6 p.p. respectivamente, en relación al trimestre anterior.

El favorable contexto internacional en lo que hace a los precios de los commodities está impactando sobre los precios locales, especialmente los mayoristas. El índice general de materias primas del FMI aumentó 5,7% en septiembre de 2010 respecto su valor en junio, lo

que significa una suba del 17,8% anual. El Índice de Precios Internos al por Mayor registró una suba del 15,1% anual en septiembre de 2010, duplicando las tasas observadas hace un año. La inflación minorista, en cambio, no experimentó grandes cambios: el Índice de Precios al Consumidor subió 11,1% anual en septiembre de este año. La tasa de aumento de los bienes fue de 13,9% anual en septiembre mientras que la suba de los servicios fue de 6,5% en el año.

La superación de la crisis internacional también se reflejó en el mercado monetario, donde los depósitos a plazo en moneda doméstica crecieron 12,3% en el trimestre, traccionados principalmente por los depósitos del tramo minorista. En materia crediticia, los préstamos totales al sector privado no financiero crecieron 9,2% en el trimestre alcanzando un stock que representa 12,9% en términos del PIB. El costo financiero evidenció una suba de 15 puntos básicos durante III.10 para el crédito comercial y de 83 puntos básicos para el financiamiento con garantía real. Al contrario, el costo financiero para préstamos al consumo tuvo una reducción de 45 puntos básicos.

Las señales de la economía para lo que queda de 2010 y el inicio de 2011 siguen siendo positivas. La situación externa relevante para Argentina es provechosa tanto en demanda como en precios internacionales. La demanda interna continúa fortalecida, dando lugar a una reacción más generalizada tanto de la producción manufacturera como de los sectores de servicios. Tanto la situación externa como la fiscal permiten una razonable capacidad de maniobra, al tiempo que los mercados financieros locales marcan un desempeño favorable.

# Notas Técnicas del Informe Económico Trimestral

## Panorama Internacional:

### **SHOCK EN LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS Y RESPUESTAS DE POLÍTICA**

La Nota analiza con cierto detalle las intervenciones de política sobre las exportaciones ante los notables cambios operados en los últimos años en la dinámica de los precios internacionales de los commodities. Se observa que estas reacciones se han llevado a cabo en una gran cantidad de países y para un amplio conjunto de productos primarios.

## Empleo e Ingresos:

### **CONSIDERACIONES CRÍTICAS SOBRE LA TASA NATURAL DE DESEMPLEO A PARTIR DE LA EXPERIENCIA ARGENTINA**

Esta Nota Técnica estudia algunas características particulares del mercado laboral doméstico que justifican que la relación entre desempleo e inflación debe ser estudiada apelando a una perspectiva local. Esto implica repensar la relación negativa entre ambas variables por un lado, pero por sobre todo negar de plano la operación de mecanismos automáticos de corrección en el mercado de trabajo.

## Sector Externo:

### **DESCOMPOSICIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE**

El objetivo de esta Nota Técnica es aportar al análisis del profundo y significativo cambio que ha experimentado la economía argentina en su desempeño externo, cuantificando el aporte de los distintos factores que inciden sobre la reversión en el resultado en cuenta corriente.

## Dinero y Bancos:

### **POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONAL**

El estallido de la crisis financiera derivó en la aplicación de medidas de política monetaria novedosas desde varios puntos de vista, que alteraron de manera significativa el marco analítico pre-existente para el abordaje la política monetaria. El objetivo de esta Nota Técnica es describir el surgimiento de una literatura orientada a adecuar el esquema de análisis de la política monetaria a las nuevas circunstancias.

# Panorama Internacional



## Panorama Internacional

La economía mundial, durante el III.10, continuó mostrando diferencias en la evolución de los países luego de la crisis financiera. Por un lado, los países desarrollados se mantienen con un crecimiento débil, caracterizado por reiterados períodos de incertidumbre que imposibilitan la recuperación sostenible de la economía. Por otro lado, a pesar de una desaceleración en el ritmo de expansión en algunos casos, los países emergentes se consolidan a partir de la restauración de los niveles de actividad pre-crisis.

Estados Unidos presenta en el período una aceleración del crecimiento (2,5% contra 1,7% del trimestre anterior). No obstante, tanto las bases sobre las cuales se sostiene el crecimiento como la rigidez que se denota en el mercado de trabajo generan dudas en el gobierno y en la FED, que se ha encargado, vía tasa de interés y compra de activos, de brindar señales para promover una mayor actividad.

La falta de dinamismo en la economía americana se le puede atribuir a diferentes factores. En primer lugar, la participación de la variación de inventarios en el desempeño del PIB nuevamente tomó impulso (1,3% en el III.10). Dado el carácter transitorio del mismo, no se considera un medio genuino de expansión. En segundo lugar, la balanza comercial no revierte el saldo negativo, sino que lo amplía (35% superior al mismo período de 2009), haciendo a las exportaciones netas actuar como un factor inverso al ciclo de auge.

El último punto destacado es un fenómeno más estructural, que ya se ha mencionado en la edición anterior de este informe: el mercado de trabajo de EEUU, históricamente de una rápida recuperación dada su flexibilidad, se mantiene con una baja generación de puestos de trabajo. Esto provoca que la tasa de desempleo se encuentre en niveles elevados para el país (9,6%), habiéndose reducido solamente 0,1% en el III.10. La imposibilidad de recomponer la demanda de trabajo repercute en el

consumo interno, en donde se observa una desaceleración de las ventas (0,7%) con respecto al inicio de 2010 y una expansión lenta del consumo privado (contribuye solamente 2% al PIB, mientras en el trimestre anterior lo hacía al 1,5%).

De este modo, no se puede considerar a EEUU como un país recuperado sino como un país en vías de recuperación, con los potenciales focos de incertidumbre que esto implica.

Europa, por su parte, no se encuentra en una situación mucho más auspiciosa. En el III.10, la Eurozona padeció una leve desaceleración de su crecimiento, pasando de 2% en el trimestre anterior a 1,9% en el actual. De todos modos, este agregado presenta grandes diferencias entre sus integrantes: mientras que Alemania se constituye como el motor de la zona (3,9% anual en III.10), y Francia mantiene un crecimiento sólido (1,8% anual), la periferia europea continúa con graves problemas para salir a flote: Grecia se contrajo -4,5% anual y España creció apenas 0,2%.

Como se puede intuir a partir de estos resultados, la gran incertidumbre en el contexto europeo pasa por la estabilidad financiera de los PIIGS y la sustentabilidad de Euro. Las especulaciones en relación a este tema produjeron durante el trimestre un incremento de los CDS (en particular en Irlanda y Portugal), a pesar del rescate financiero a Grecia. Esto se debió, en principio, al temor generalizado de que Grecia no fuese un caso aislado, sino que otros países periféricos de la zona tuviesen inconvenientes similares. Paralelamente, se comenzó a dudar de la capacidad de Grecia para cumplir las condiciones del acuerdo firmado por el rescate financiero.

Una señal de tranquilidad a los mercados llegó con el Stress Test realizado a los bancos europeos en julio. Si bien la metodología de los mismos fue ampliamente criticada, los resultados arrojaron cierta tranquilidad a los merca-

dos, ya que la gran mayoría salieron indemnes del mismo. Aprovechando el optimismo, las autoridades europeas aprobaron la reforma financiera, similar a la de Estados Unidos, aunque la misma entrará en vigencia en 2011.

En síntesis, el contexto europeo, al finalizar el III.10, se caracteriza por un desempeño dispar de los países que integran la Eurozona. Esto genera situaciones de incertidumbre que ponen a prueba la capacidad del bloque de resolver distintas problemáticas.

Las economías en desarrollo continuaron siendo un contrapunto de las economías desarrolladas, mostrando un crecimiento sostenido en la gran mayoría de los países. El dinamismo de los países asiáticos y latinoamericanos se mantuvo durante este trimestre, aunque varias economías evidenciaron una desaceleración en su ritmo de expansión.

Entre las economías que aminoraron la velocidad de su crecimiento se encuentra China, que evidenció un incremento anual de 9,6%, frente a 11,6% en I.10. De esta manera, el gigante asiático confirma la desaceleración iniciada en el trimestre anterior, luego de alcanzar un máximo durante los primeros tres meses del año, en gran parte producto de los paquetes de estímulo fiscal implementados luego de la crisis. Esta menor tasa de expansión de la economía sería más cercana a la que las autoridades del gobierno chino consideran sostenible, ya que las preocupaciones por una aceleración inflacionaria y posibles burbujas, en particular en el mercado inmobiliario, continúan presentes. De hecho, se puede observar, durante este trimestre, un incremento en la tasa de inflación: el índice de precios aumentó 3,5% anual (ubicándose por encima de la meta del gobierno de 3%) frente a 2,9% en II.10.

Por su parte, Brasil también evidenció una desaceleración en su crecimiento durante III.10. El PIB se expandió 6,7% anual, frente a 9,2% en el trimestre anterior. Uno de los componentes del PIB que más se contrajo fue el consumo: el consumo privado creció 5,9% anual frente a 6,4% en el trimestre anterior; el consumo pú-

blico pasó de 5,6% a 4,1%. Luego del incremento de las presiones inflacionarias durante II.10, el Banco Central de Brasil endureció su política monetaria para tratar de llevar la tasa de inflación a la meta propuesta. Para conseguir este objetivo, incrementó la tasa de interés de referencia en julio, llevándola a 10,75% anual. Las presiones inflacionarias se redujeron, y en este trimestre los precios registraron un incremento de 4,5% anual frente a 5,2% durante el trimestre anterior.

Por el contrario, Japón mostró un fuerte crecimiento en este trimestre, aunque se espera que la desaceleración hacia fin de año y principios de 2011 sea profunda. En parte, esto se debe a la fuerte apreciación del tipo de cambio que impacta negativamente en las exportaciones, un motor importante dentro de la economía japonesa.

India registró un crecimiento de 8,9% anual en III.10, similar al dato observado el trimestre anterior. La economía india mostró una desaceleración de las presiones inflacionarias, ya que los precios crecieron 10,3%, frente a 13,7% en el trimestre anterior.

Finalmente, la economía de Chile continúa mostrando un crecimiento sólido: 7% anual frente a 6,6% en el trimestre anterior. La demanda interna registró una fuerte expansión (18,2% anual), mientras que la cuenta corriente se deterioró, pasando de 1,8 a 1,2% del PIB en III.10.

Resulta necesario mencionar, independientemente de los desempeños descriptos, que hacia fines del trimestre se han instalado las tensiones cambiarias en el centro de la escena internacional. La principal problemática surgió a partir de la necesidad de EEUU de reducir su déficit comercial, por lo cual le solicitó a China una menor intervención en el valor de la moneda, de forma tal que ésta se aprecie. La falta de voluntad de China para seguir esta medida produjo los primeros inconvenientes.

Paralelamente, la aplicación por parte de los países desarrollados de políticas monetarias

laxas generó una entrada de capitales en los emergentes que produjo la apreciación de sus monedas y la consecuente pérdida de competitividad en el corto plazo. Estos últimos, a su vez, reaccionaron acumulando reservas y permitiendo a las autoridades monetarias una mayor intervención en el mercado cambiario.

Este contexto llevó a que países como Japón deban intervenir en el mercado de cambios. En América Latina, de forma similar, los gobiernos comenzaron a considerar, con preocupación, el sendero recorrido en el corto plazo por sus monedas, dado que el mismo perjudica a la capacidad de exportar de cada país.

**PRINCIPALES INDICADORES DE PANORAMA INTERNACIONAL**

|   | 2004-2007 | 2008   | I 09 | II 09  | III 09 | IV 09  | I 10 | II 10  | III 10 |
|---|-----------|--------|------|--------|--------|--------|------|--------|--------|
| <b>1 CRECIMIENTO ECONÓMICO</b>          |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| <b>Variación Porcentual Anual</b>       |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| Economías Desarrolladas                 |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| Estados Unidos                          |           | 0,4    |      | -4,1   |        | 0,2    |      | 3,0    |        |
| Eurozona                                |           | 0,7    |      | -4,8   |        | -2,1   |      | 1,9    |        |
| Alemania                                |           | 1,3    |      | -5,5   |        | -2,0   |      | 3,9    |        |
| Francia                                 |           | 0,4    |      | -3,1   |        | -0,5   |      | 1,6    |        |
| Japón                                   |           | -0,7   |      | -6,0   |        | -1,0   |      | 2,7    |        |
| Otras                                   |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| China                                   |           | 9,0    |      | 7,9    |        | 10,7   |      | 10,3   |        |
| India                                   |           | 7,5    |      | 6,0    |        | 6,5    |      | 8,8    |        |
| Rusia                                   |           | 5,6    |      | -10,8  |        | -3,8   |      | 5,2    |        |
| América Latina                          |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| Brasil                                  |           | 5,1    |      | -1,6   |        | 4,3    |      | 8,8    |        |
| Chile                                   |           | 3,7    |      | -4,2   |        | 2,2    |      | 6,4    |        |
| Colombia                                |           | 2,5    |      | -0,1   |        | 2,9    |      | 4,4    |        |
| Perú                                    |           | 10,0   |      | -1,2   |        | 3,4    |      | 10,2   |        |
| Uruguay                                 |           | 8,9    |      | 0,5    |        | 4,5    |      | 10,4   |        |
| Venezuela                               |           | 4,9    |      | -2,6   |        | -5,8   |      | -1,9   |        |
| <b>2 PRECIOS AL CONSUMIDOR</b>          |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| <b>Variación Porcentual Anual</b>       |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| Estados Unidos                          |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| Eurozona                                |           | 3,9    |      | -1,1   |        | 1,5    |      | 1,8    |        |
| Alemania                                |           | 3,3    |      | 0,2    |        | 0,4    |      | 1,5    |        |
| Francia                                 |           | 2,8    |      | 0,3    |        | 0,3    |      | 1,0    |        |
| Japón                                   |           | 3,2    |      | 0,1    |        | 0,4    |      | 1,8    |        |
| Otras                                   |           | 1,4    |      | -1,0   |        | -2,0   |      | -0,9   |        |
| China                                   |           | 5,9    |      | -1,5   |        | 0,7    |      | 2,9    |        |
| India                                   |           | 8,3    |      | 8,9    |        | 13,3   |      | 13,7   |        |
| Rusia                                   |           | 14,1   |      | 12,5   |        | 9,2    |      | 5,9    |        |
| América Latina                          |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| Brasil                                  |           | 5,7    |      | 5,2    |        | 4,2    |      | 5,2    |        |
| Chile                                   |           | 8,7    |      | 4,5    |        | -1,3   |      | 1,2    |        |
| Colombia                                |           | 7,0    |      | 4,8    |        | 2,4    |      | 2,1    |        |
| Perú                                    |           | 5,8    |      | 4,0    |        | 0,4    |      | 1,1    |        |
| Uruguay                                 |           | 7,9    |      | 6,7    |        | 6,3    |      | 6,9    |        |
| Venezuela                               |           | 31,2   |      | 28,2   |        | 28,1   |      | 31,0   |        |
| <b>3 PRECIOS DE COMMODITIES</b>         |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| <b>En dólares</b>                       |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| Petróleo                                |           | 97     |      | 59     |        | 76     |      | 78     |        |
| Soja                                    |           | 453    |      | 414    |        | 368    |      | 352    |        |
| Trigo                                   |           | 326    |      | 248    |        | 205    |      | 178    |        |
| Maíz                                    |           | 223    |      | 176    |        | 168    |      | 158    |        |
| Oro                                     |           | 906    |      | 922    |        | 1.101  |      | 1.197  |        |
| <b>4 TASAS DE INTERÉS</b>               |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| <b>Nominal Anual</b>                    |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| LIBOR                                   |           | 3,1    |      | 1,8    |        | 1,1    |      | 1,1    |        |
| Fed Funds                               |           | 1,9    |      | 0,3    |        | 0,3    |      | 0,3    |        |
| Tasa Oficial del Banco Central Europeo  |           | 3,9    |      | 1,1    |        | 1,0    |      | 1,0    |        |
| SELIC                                   |           | 12,5   |      | 9,9    |        | 8,8    |      | 9,8    |        |
| <b>5 TIPO DE CAMBIO</b>                 |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| <b>Moneda Local / dólares</b>           |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| Euro                                    |           | 0,7    |      | 0,7    |        | 0,7    |      | 0,8    |        |
| Real                                    |           | 1,8    |      | 2,1    |        | 1,7    |      | 1,8    |        |
| Yuan                                    |           | 6,9    |      | 6,8    |        | 6,8    |      | 6,8    |        |
| Yen                                     |           | 103,3  |      | 97,4   |        | 89,8   |      | 92,2   |        |
| <b>6 INDICADORES BURSÁTILES</b>         |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| <b>En dólares - Puntos Básicos</b>      |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| Dow Jones                               |           | 11.237 |      | 8.326  |        | 10.181 |      | 10.564 |        |
| NASDAQ                                  |           | 2.163  |      | 1.401  |        | 1.763  |      | 1.916  |        |
| FTSE 100                                |           | 10.039 |      | 6.608  |        | 8.558  |      | 8.020  |        |
| Nikkei 225                              |           | 117    |      | 95     |        | 111    |      | 113    |        |
| Bovespa                                 |           | 31.384 |      | 23.893 |        | 37.939 |      | 36.474 |        |
| Merval                                  |           | 562    |      | 384    |        | 580    |      | 590    |        |
| <b>7 INDICADORES DE RIESGO SOBERANO</b> |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| <b>En Puntos Básicos</b>                |           |        |      |        |        |        |      |        |        |
| EMBI Latinoamérica                      |           | 382    |      | 494    |        | 305    |      | 291    |        |
| EMBI Argentina                          |           | 853    |      | 1.439  |        | 707    |      | 723    |        |
| EMBI Brasil                             |           | 300    |      | 327    |        | 216    |      | 212    |        |

Fuente: Bloomberg

# Shock en los Precios de los Alimentos y Respuestas de Política

Participaron en la elaboración de esta Nota Técnica, Emmanuel Agis, Josefina Grosso y Pablo Moldovan

## 1. Introducción

Desde 2003 a la fecha el Gobierno Nacional administró las presiones inflacionarias provenientes del incremento en el precio internacional de las *commodities* mediante sucesivas modificaciones en el esquema de derechos de exportación y el establecimiento de diversos mecanismos de compensación para los productores internos. Estas herramientas tuvieron un doble objetivo. En primer lugar, buscaron aislar la evolución del precio interno de los alimentos de su dinámica alcista en el mercado internacional. En segundo lugar, la desvinculación del precio interno de los bienes primarios de su valor internacional funcionó, junto con el sistema de compensaciones, como un incentivo a la agregación de valor por parte de las cadenas de producción domésticas. A partir de 2005 la tendencia alcista se profundizó, lo que fue acompañado de un marcado crecimiento en la volatilidad, ante lo cual se intentó sin éxito implementar un esquema de movilidad a los derechos de exportación.

Ante el estallido de la crisis internacional y la retracción brusca de la demanda mundial, el Gobierno avanzó con una estrategia de política comercial para preservar el saldo comercial externo. La estrategia incluyó el establecimiento de valores criterio, la aplicación de medidas anti-dumping y licencias no-automáticas para las importaciones. En este caso, las resistencias a tales medidas provinieron desde el exterior y se manifestaron en las reuniones del G-20 entre noviembre de 2008 y mayo de 2010, donde se establecía la necesidad de no enfrentar la crisis internacional con medidas de corte proteccionistas (Dalle y Lavolpa, 2010; Dicoovski y Grosso, 2009).

Las medidas de intervención en el comercio exterior, ya sea que afecten a las exportaciones o a las importaciones, siempre han sido objeto de debate. Los defensores del libre comercio han remarcado que toda intervención del Estado es perjudicial para las economías involucradas, por lo que se desaconsejan. Esta conclusión se mantiene aun en el caso que un país se enfrente a diversos *shocks* de origen internacional.

En la práctica sin embargo, las políticas de intervención en el comercio exterior no escasean. Más aun, dos eventos internacionales dieron lugar recientemente a una ampliación de la acción del Estado en esta materia. Por un lado, la crisis internacional de 2008-2009 indujo intervenciones proteccionistas sobre los mercados externos para suavizar sus efectos.

Por el otro, más específicamente, se han producido reacciones trascendentes ante los fuertes cambios operados en los precios internacionales de los *commodities*. La presente Nota Técnica analiza con cierto detalle estas intervenciones. En la Sección 2 se repasa brevemente la dinámica reciente y sus consecuencias sobre los países en desarrollo. La Sección III discute la racionalidad y pertinencia de las políticas de intervención sobre los mercados de exportación. En la Sección 4 se describen las medidas implementadas para algunos productos y países en particular. La Sección 5 completa la discusión con algunas reflexiones finales.

En general, la investigación documenta que ante la nueva lógica que caracteriza la dinámica de los precios de los *commodities* las medidas de intervención han sido extendidas hacia un amplio conjunto de países y productos.

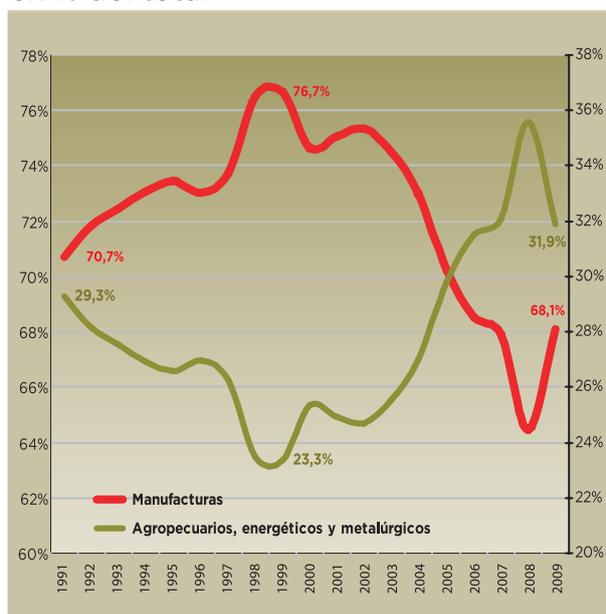
## 2. Precio de los *Commodities* y Países en Desarrollo

A partir de los 2000 los Países en Desarrollo (PED) experimentaron un ciclo de crecimiento no solo alto, sino claramente superior al de los Países Desarrollados. Este ciclo de crecimiento extraordinario de los PED estuvo explicado por la conjunción de una serie de factores, tanto internos como externos. Entre los primeros destaca la estrategia de administración del tipo de cambio en niveles competitivos, lo que contribuyó al desendeudamiento externo y al cambio de signo de las cuentas públicas. Dentro de los factores externos encontramos el crecimiento de la demanda mundial y un contexto financiero estable, pero el hecho distintivo ha sido sin dudas el ciclo de auge de los Términos del Intercambio (TI), explicado por el crecimiento de los precios de los *commodities* vis a vis los de las manufacturas industriales<sup>1</sup>.

El precio de las materias primas inició su trayectoria ascendente en 1999, con una aceleración significativa a partir de 2005. Una forma de aproximar la relevancia de este fenómeno es observando la evolución de la participación del comercio de materias primas en el total del comercio mundial, que pasó de un mínimo de 23% a fines de los 90s, a casi el 36% hasta antes del estallido de la crisis *subprime*.

Si bien la evolución de los TI contribuyó a revertir total o parcialmente el déficit externo de los PED exportadores de materias primas, el aumento de los precios internacionales ejerció una influencia negativa por sus efectos sobre los precios internos. Así, el ciclo de crecimiento de los PED en los 2000 también estuvo acompañado de un fenómeno de inflación importada, o *agflation*. La *agflation* ha afectado tanto a países exportadores netos de alimentos como así también a los importadores. Si bien el incremento en los TI ha operado más favorablemente sobre las cuentas externas

**Gráfico 1**  
**Participación de Grandes Rubros en el Comercio Mundial, 1999-2009**  
en % del total



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de OMC

de América Latina que sobre las de Asia, ha afectado por igual a ambas regiones en lo que hace a sus consecuencias sobre la inflación doméstica. Las presiones sobre los precios internos de los alimentos obligaron a revisar las herramientas de política económica disponibles para combatir este fenómeno.

En el caso de Asia, cabe distinguir los casos de China e India. Para el primero de estos países, las presiones más preocupantes provinieron del incremento en el precio internacional del arroz, de la soja y del trigo, tres productos que son determinantes en la canasta de consumo de alimentos del país. Por ejemplo, desde 2002 el precio internacional del arroz creció de manera sostenida hasta llegar a duplicarse a mediados de 2007. India sufrió recientemente problemas con la cebolla, alimento importante en la canasta de consumo de la población: su precio se duplicó entre finales de 2010 y principios de 2011. Para el caso de América

<sup>1</sup> Para un análisis detallado de la evolución reciente de los precios internacionales ver "Evolución reciente de los precios internacionales. Causas y Respuestas" Nota Técnica N° 27, IET N° 71, Primer Trimestre 2010.

Latina, la burbuja de precios afectó significativamente a la región durante 2007-2008. Las preocupaciones crecientes por la seguridad alimentaria de ambas regiones se expresaron en la observación de la ralentización de la trayectoria descendente de la pobreza y la pobreza extrema desde principios de los 2000.

Además de disparar la inflación interna, los precios internacionales comenzaron a exhibir una marcada volatilidad. En el período 2003-2010 el Índice de Precios de Materias Primas del BCRA fue 62,6% mayor al del lapso 1996-2002, pero la volatilidad (medida por coeficiente de variabilidad) se multiplicó por tres.

**Tabla 1**

| <b>CICLOS DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS</b> |                    |
|--|--------------------|
| <b>Fecha</b>   | <b>Variación %</b> |
| Ene 02-Abr 04  | 67,40%             |
| Abr 04-Jul 08  | 103,40%            |
| Jul 08-Dic 08  | -46,60%            |
| Dic 08-Jun 09  | 31,60%             |
| Jun 09-Jun 10  | -13,00%            |
| Jun 10-Nov 10  | 29,90%             |

Fuente: Elaboración propia sobre la base del Banco Central de la República Argentina

El Cuadro 1 exhibe los cuatro ciclos expansivos responsables de la mayor volatilidad del índice.

Tanto los efectos de la *agflation* sobre el precio local de los alimentos como la volatilidad extrema en los mercados agrícolas mundiales han puesto bajo amenaza la seguridad alimentaria a escala mundial, especialmente en economías de medios y bajos ingresos donde una elevada proporción del ingreso es gastada en alimentos y existe una ausencia de pautas de consumo que permitan una mayor diversidad alimentaria (FAO, 2010). La globalización de los mercados agrícolas y su financiarización hizo al sistema alimentario mundial más vulnerable a los *shocks* de precios porque las

perturbaciones se propagan a los mercados locales con mayor rapidez que en el pasado.

Desde el punto de vista de las herramientas de política para enfrentar este problema, la magnitud de la variabilidad exhibida por los precios internacionales tornó obsoletas a varias de ellas (FAO, op.cit.). La magnitud de estas fluctuaciones volvió en muchos casos insuficientes los mecanismos de compensación que buscaban aislar el ingreso de los productores de bienes primarios de la volatilidad internacional, que se producía en contextos en que se volvían operativas las restricciones de liquidez. Las fluctuaciones de los precios también afectaron la efectividad de fondos estabilizadores.

En suma, la existencia de nuevos factores que imprimen una dinámica alcista y más volátil al precio internacional de los alimentos y sus consecuencias en materia de inflación y seguridad alimentaria han obligado a los hacedores de política económica de todo el mundo ha diseñar e implementar herramientas para morigerar los efectos negativos de este nuevo fenómeno.

### **La Racionalidad de las “Nuevas” Políticas de Intervención sobre Exportaciones**

Las políticas de intervención sobre los mercados de exportación primarios cuentan con importantes antecedentes vinculados a objetivos amplios y variados. Si bien la reciente difusión de este tipo de políticas ha tendido a justificarse bajo el objetivo de contener los impactos inflacionarios de la mejora de los TI y asegurar el abastecimiento de los mercados locales, en realidad las justificaciones y motivaciones que impulsan estas políticas sobrepasan con creces dichos objetivos. Piermartini (2004) identifica los siguientes objetivos de las políticas de intervención sobre los mercados de exportación:

- 1. Políticas para Lograr Mejoras en los TI**
- 2. Medidas para Estabilizar los ingresos de los Exportadores**

### **3. Control de Precios Domésticos**

### **4. Impulso a la Agregación de Valor Local**

### **5. Mayor Acceso a Recursos Fiscales**

A continuación se describen brevemente cada uno de estos argumentos<sup>2</sup>.

#### **1. Mejora en los TI**

Uno de los argumentos más antiguo y difundido respecto a la intervención sobre los mercados de exportación de commodities refiere al interés de los países productores de influir sobre sus propios TI. Concretamente, el control de las exportaciones por parte de un país (o grupo de países) con una posición dominante en el mercado mundial, permitiría afectar la oferta mundial generando presiones al alza de los precios. El ejemplo paradigmático de este tipo de iniciativas lo constituye la conformación de la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP), que a partir de la cartelización de países productores logró influir decisivamente sobre el precio del petróleo<sup>3</sup>.

#### **2. Estabilización de ingresos de los**

#### **Exportadores**

El segundo argumento usualmente destacado refiere a la necesidad de estabilizar los ingresos generados por las exportaciones. En contextos de alta volatilidad e imperfecciones en los mercados de crédito, la volatilidad en los ingresos podría afectar las capacidades productivas de los sectores exportadores. A fin de combatir estos efectos las políticas más usuales consisten en el establecimiento de fondos o mecanismos anticíclicos (generalmente basados en tasas impositivas variables) que permiten captar ingresos en las fases alcistas para

ser volcados a los sectores perjudicados durante los períodos de caída de precios.

#### **3. Control de Precios Domésticos**

La tercera justificación se vincula a la necesidad de desligar la evolución de los precios domésticos de lo ocurrido en los mercados internacionales. Este tipo de intervenciones corresponde fundamentalmente a aquellos casos en los que el commodity de exportación es demandado también dentro de las fronteras nacionales. En estos casos, de no mediar algún mecanismo de aislamiento de los precios locales, el alza en los precios internacionales se traslada a los productos comerciados en el mercado local. El caso paradigmático típicamente citado por la literatura fue la implementación por parte de Indonesia en el año 1994 de un impuesto sobre las exportaciones de aceite de palma para evitar aumentos en el precio doméstico del aceite de cocina. Piermartini (op.cit.) destaca que la implementación de un impuesto a las exportaciones no sólo permite evitar la inflación doméstica, sino que además funciona conteniendo la pérdida en el bienestar de los consumidores y eludiendo los potenciales efectos negativos del shock de precios internacionales sobre el consumo local. La reducción de las presiones inflacionarias permitiría además sostener la protección de las industrias no primarias que no verían aumentar sus costos de la mano del alza de precios y salarios.

#### **4. Impulso a la Agregación de Valor Local**

En tanto la aplicación de restricciones a las exportaciones primarias tiende a reducir el valor local de dichos productos, la aplicación de esta medida puede ser entendida como un subsidio indirecto a las actividades

<sup>2</sup> Al grupo citado Bouet y Debucquet (2010) agregan un sexto referido a la redistribución de ingresos desde los sectores exportadores hacia consumidores locales y el sector público. En nuestra exposición esta política se encuentra contenida en los argumentos referidos a control de precios domésticos y mayor acceso a recursos fiscales.

<sup>3</sup> Pese a los numerosos intentos por replicar este tipo de iniciativas para otros tipos de producto, la escasa efectividad de dichas medidas ha llevado a los distintos autores a revalorizar algunas especificidades del mercado petrolero a la hora de analizar el caso.

industriales ubicadas aguas abajo. De esta forma, garantizar el abastecimiento de materias primas a bajo precio se transformaría en una política de promoción en favor de las actividades con mayor agregación de valor. Un ejemplo son las restricciones a las exportaciones de madera establecidas por Indonesia y Rusia a fin de avanzar sobre las industrias conexas, y los casos vinculados a las restricciones a las exportaciones de algodón a fin de avanzar sobre la producción textil más elaborada. En este mismo sentido Piermartini (op.cit.) señala que la aplicación de impuestos a las exportaciones de materias primas puede ser entendida como una herramienta de respuesta de política comercial al proteccionismo industrial de los países desarrollados.

### 5. Mayor Acceso a Recursos Fiscales

Finalmente se suele destacar que la aplicación de trabas sobre los mercados de exportación constituye una forma eficaz de hacerse con recursos fiscales por parte del Estado. En tanto la explotación de recursos naturales implica en algunos casos el agotamiento de ciertos recursos o la realización de inversiones poco rentables a nivel individual, la colección de impuestos por esta vía permitiría al Estado concretar gastos e inversiones para hacer perdurable la explotación de los recursos naturales.

El análisis de la literatura orientada a discutir la racionalidad de la intervención sobre los mercados de exportación resalta que se trata de una herramienta de política capaz de atender varios objetivos en simultáneo. En el caso particular de los impuestos sobre las exportaciones, esta herramienta permite apuntar a objetivos productivos, de estabilidad de precios y fiscales. Además, esta medida cuenta con la ventaja de ser una de las pocas no penalizadas en el marco de la legislación y acuerdos estipulados por la OMC (Crosby, 2008).

## 3. Intervenciones en los Mercados de Exportación

Esta sección analiza las intervenciones de política económica concretas que operaron sobre los mercados de exportación. El análisis se divide en dos partes. En la primera, se revisan las medidas que tuvieron lugar durante el pico que alcanzaron los precios internacionales en 2007-2008. En la segunda parte, se describen las intervenciones acontecidas a partir del retorno al ciclo alcista de los precios internacionales ocurrido luego del derrumbe ocasionado por la crisis internacional de 2009.

### 3.1. El pico de 2007-2008

La participación de los *commodities* primarios en el comercio mundial en las importaciones mundiales casi duplicó su importancia entre 1999 y 2008, pasando de un 7,7% a un 14,4%<sup>4</sup>. Por otra parte, se observa que aún en el marco de la fuerte caída de precios ocurrida durante la crisis internacional, la participación de estos productos en el comercio mundial se mantuvo en niveles relativamente elevados (12,2%) durante 2009.

En línea con la favorable evolución de los precios de los *commodities* entre 2003 y 2008, las políticas de intervención sobre los mercados de exportación se difundieron de forma notable. Mientras que el 39% de los países miembros de la OMC implementaban algún tipo de restricción sobre sus mercados de exportación en el período 1997-2002, este porcentaje se elevó a más del 50% de los miembros entre 2003 y 2008 (Kim; 2009b). Las políticas de intervención se intensificaron entre 2007 y 2008, principalmente como respuesta al pico de los precios internacionales. En ese momento los principales rubros afectados fueron los de metales y alimentos<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Los productos considerados incluyen *commodities* alimenticios (azúcar, arroz, soja, aceite de palma, trigo y maíz), materias primas agroindustriales (algodón), metales (cobre, oro, níquel y mineral de hierro) y energía (petróleo).

<sup>5</sup> Para un breve resumen de las medidas adoptadas para una selección de *commodities* ver la Tabla III ubicada en el Anexo.

En materia de intervención en los mercados de exportación de los metales sobresale la aplicación de derechos de exportación, cuyo objetivo es desalentar la exportación en crudo de las materias primas y proteger a las industrias conexas del mercado interno. Si bien este tipo de medida ya estaba presente desde 2005, a partir de 2008 se produce una intensificación de su uso, destacándose las intervenciones de China, India, Rusia, Ucrania, Kazajistán, Sudáfrica, Tanzania, Gabón y Ghana (Kim, 2009a) que son los principales productores y exportadores de este tipo de productos. El mayor activismo se observó en el caso de China, lo que despertó una polémica en torno a su proceso de admisión como miembro de la OMC (Crosby, 2008).

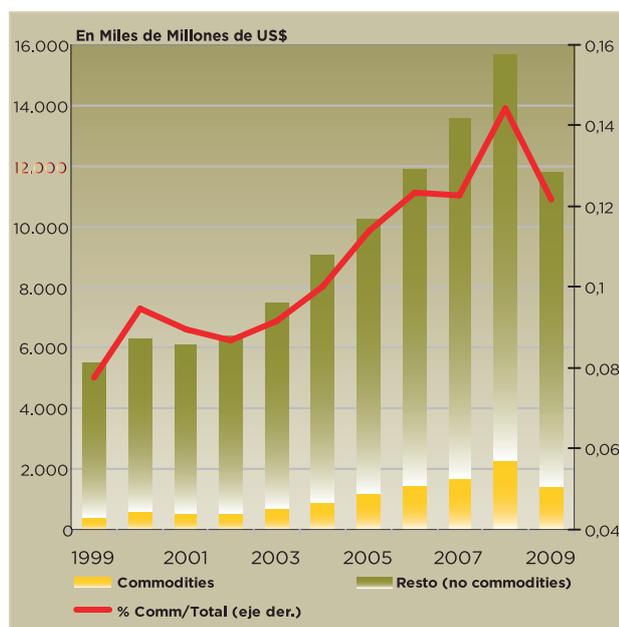
En el caso de los alimentos, el número de políticas aplicadas también se acrecienta con la aceleración de precios de 2008. A diferencia de lo ocurrido con los metales, en este caso se registraron prohibiciones crecientes a las exportaciones, asociadas con el objetivo de mantener bajo control el abastecimiento y la evolución de los precios en el mercado local. En los mercados asiáticos fue muy importan-

te la intervención en el mercado del arroz. En el caso del maíz, casi un cuarto de las exportaciones mundiales se vieron afectadas por medidas de este tipo. Situaciones similares se registraron para el trigo, la soja y el aceite de palma. Si se consideran en conjunto las intervenciones realizadas por India, China, Vietnam, Camboya, Brasil y Egipto, éstas explican alrededor del 66% de la producción mundial. El 59% de las exportaciones se vieron afectadas por algún tipo de restricción.

La gran mayoría de las medidas implementadas durante el pico de precios fueron luego desactivadas en el marco de la drástica caída a la que se vieron sujetos las cotizaciones de los principales *commodities* durante finales de 2008 y principios de 2009. Este fue el caso fundamentalmente de las medidas que tuvieron como epicentro a los productos alimenticios. En cambio, aquellas políticas que afectaron a las materias primas industriales y a los minerales resultaron más estables, en línea con la permanencia de objetivos de diversificación productiva perseguidos por los principales productores y exportadores. Las excepciones fueron el levantamiento a la prohibición a las exportaciones de algodón concretado por la India en mayo de 2010 y la supresión de los derechos de exportación al níquel implementada en Rusia en enero de 2009, que sin embargo serían luego reimplantados con la posterior recuperación de los precios.

## Gráfico 2 Importaciones Mundiales y Commodities Seleccionados 1999-2009

En Miles de Millones de US\$ y %



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de COMTRADE

A nivel productivo se observó que mientras las políticas restrictivas que afectaron a los metales fueron mayoritariamente los derechos de exportación, en el caso de los alimentos predominaron medidas de tipo cuantitativas, principalmente las prohibiciones a las exportaciones. Esta situación parece reflejar los distintos objetivos que acompañaron la intervención en los distintos mercados: objetivos de tipo productivos en el caso de los metales y minerales, en comparación a objetivos de abastecimiento y reducción de presiones inflacionarias en el caso de las exportaciones alimenticias. En la gran mayoría de los casos, las medidas implementadas correspondieron a países que aparecen en el ranking de los diez primeros productores

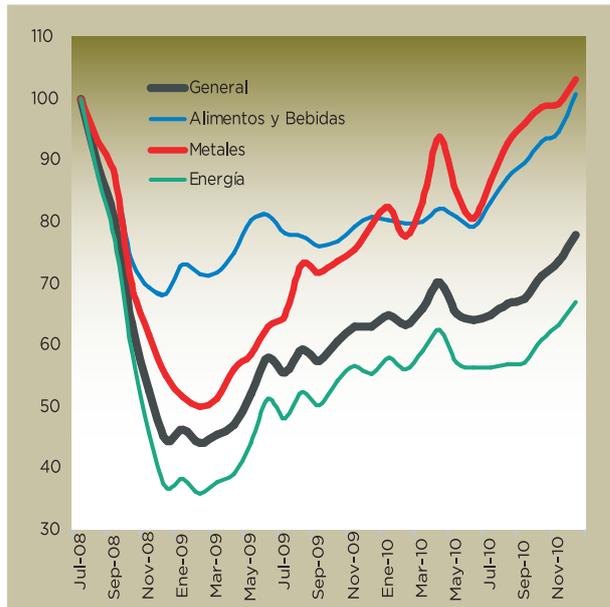
y/o exportadores mundiales. La excepción la constituye el caso de los alimentos, donde se observa la aplicación de restricciones aún en países con una baja relevancia en las exportaciones de estos productos.

### 3. 2. La Recuperación de Precios de 2009-2010

Como se señaló, tras alcanzar un piso en los primeros meses de 2009, los precios de los principales *commodities* comenzaron a recuperarse. Desde entonces la dinámica de precios inició una tendencia alcista sólo interrumpida por los espasmódicos escenarios de incertidumbre provocados por la crisis europea. En la segunda mitad de 2010, los precios de los principales *commodities* se ubicaron en valores muy cercanos al récord de mediados de 2008. Hacia principios de 2011, y aún a pesar de que la economía mundial no brinda claras señales de recuperación, los precios internacionales de los alimentos ya superan los máximos históricos alcanzados en 2008. El Índice de Precios de los Alimentos (IPA) elaborado por la FAO había alcanzado un máximo histórico en junio de 2008 en relación a la serie que comienza en enero de 1990. A diciembre de 2010, el IPA ya había superado en 0,6% ese máximo, con un aumento de 32,1% en solo siete meses. Dentro de este índice, los aumentos más destacados fueron los del azúcar, que en diciembre alcanzó un nuevo máximo, y la carne, que superó en diciembre en 3,5% el pico anterior de septiembre de 2008. Sin llegar a superar los máximos de 2008, el precio internacional de los cereales a diciembre de 2010 fue 36,7% superior al promedio del año 2009 y el del petróleo 75,4%. Así, de la mano de la nueva suba de precios los mensajes de alerta y el activismo de política han reaparecido entre los principales productores y exportadores de *commodities*<sup>6</sup>.

La Tabla 2 describe las principales medidas implementadas entre 2009 y 2010 en base a los datos del Global Trade Alert. El análisis

**Gráfico 3**  
**Índices de Precios de los Commodities, jul-08=100**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del FMI

se centró en los siguientes cuatro grupos de *commodities*: alimentos (azúcar, arroz, soja, aceite de palma, trigo y maíz), materias primas agropecuarias e industriales (algodón), metales (cobre, oro, níquel y mineral de hierro) y energía (petróleo). La Tabla muestra para cada producto qué país y en qué momento implementó cada medida, y cuándo ocurrió el pico de precio de ese commodity durante en el período analizado.

En el caso de los rubros alimenticios, el alza de los precios se vio agravada por la sequía que afectara a la economía rusa, lo que significó una rápida reacción de política por parte de las autoridades. Se impusieron prohibiciones a las exportaciones de trigo, cereal en el que Rusia ocupa el cuarto puesto en el ranking mundial de productores, y se sumaron restricciones sobre las exportaciones de maíz. En el caso de este último producto, a las medidas establecidas por Rusia se agregaron rápidamente las intervenciones realizadas por Ucrania (cuarto exportador mundial de maíz) quien hacia el mes de octubre instauró un sistema de cuotas

<sup>6</sup> El 17 de noviembre de 2010 la FAO en una nueva edición de su informe Perspectivas Alimentarias, alertó sobre preocupante incremento en los precios y facturación de las importaciones de alimentos. <http://www.fao.org/news/story/es/item/47733/icode/>

**Tabla 2**  
**Principales Intervenciones sobre los Mercados de Exportación**  
**Implementadas entre 2009 y 2010**

| Tipo de producto                             | Producto          | Medida                                   | Descripción   | Bloque    | Bloque (País) | Posición en Ranking de Productores / Exportadores          | Inicio de Medida | Pico de Precio |
|--|-------------------|--|---|-----------|---------------|--|------------------|----------------|
| Materias Primas Agropecuarias e Industriales | Algodón           | Prohibición a la exportación             | Esta medida fue tomada para mayor demanda de la industria textil local y por el aumento del precio internacional                    | Emergente | Etiopía       | s/d  | Nov-10           | Nov-10         |
|  |                   | Derechos de exportación                  | Aumento temporal  | Emergente | India         | Productor (2009): 2° (23%); Exportador (2009): 2° (18%)    | Apr-10 a Oct-10  |                |
| Metales                                      | Aluminio          | Derechos de exportación                  | Aumento del 15% o para las exportaciones de no menos de 100 euros la tonelada   | Emergente | Kazakhstan    | s/d  | Jun-10           | Oct-10         |
|  | Mineral de Hierro | Derechos de exportación                  | Incremento del 10%-15%  | Emergente | India         | Productor (2008): 4° (20%)                                 | Abr-10           | Sep-10         |
|  | Cobre             | Precios de referencia                    | -   | Emergente | Argentina     | Productor (2008): 13° (1%)                                 | Jun-10           | Nov-10         |
|  | Niquel            | Derechos de exportación                  | Aumento del 5%  | Emergente | Rusia         | Productor (2008): 6° (5%)                                  | Dic-09           | Abr-10         |
| Energía                                      | Petróleo          | Prohibición temporal a la exportación    | La medida se tomó a fin de estabilizar el mercado doméstico de los productos derivados del petróleo                                 | Emergente | Kazakhstan    | Productor (2008): 16° (1,7%)                               | Oct-09 a Jan-10  | Nov-10         |
|  |                   | Derechos de exportación                  | Aumento del 39%   | Emergente | Rusia         | Productor (2008): 2° (11%); Exportador (2008): 2° (11%)    | Jul-10           |                |
| Alimentos                                    | Maíz              | Cuota de exportación                     | -   | Emergente | Ucrania       | Productor (2009): 14° (1,4%); Exportador (2009): 4° (5,5%) | Oct-10 a Dic-10  | Nov-10         |
|  |                   | Prohibición temporal a la exportación    | -   | Emergente | Rusia         | s/d  | Ene-11 a Jun-11  |                |
|  |                   | Prohibición temporal a la exportación    | -   | Emergente | Rusia         | s/d  | Aug-10 a Dic-10  |                |
|  |                   | Restricción temporal a las exportaciones | Esta medida se tomó para estabilizar el mercado interno después de un período de sequía y de aumento de precios del mercado mundial | Emergente | Tanzania      | s/d  | Jan-09 a Oct-10  |                |
|  | Trigo             | Cuota de Exportación                     | -   | Emergente | Ucrania       | Productor (2009): 9° (3,1%); Exportador(2009): 6° (6,9%)   | Oct-10 a Dic 10  | Nov-10         |
|  |                   | Prohibición temporal a la exportación    | -   | Emergente | Kazakhstan    | Productor (2009): 11° (2,5%); Exportador (2009): 7° (5,9%) | Oct-10 a Apr- 11 |                |
|  |                   | Prohibición temporal a la exportación    | -   | Emergente | Rusia         | Productor (2009): 4° (9%); Exportador (2009): 4° (13,8%)   | Aug-10 a Jun-11  |                |
|  | Aceite de Palma   | Derechos de exportación                  | Aumento al 4,5%   | Emergente | Indonesia     | Productor (2009): 1° (46,7%); Exportador (2009): 1 (47,1%) | Abr-10           | Nov-10         |
|  |                   | Derechos de Exportación                  | Aumento   | Emergente | Argentina     | s/d  | Jun-09           |                |
|  | Cacao             | Derechos de exportación                  | Aumento del 5% para las exportaciones de cacao de entre US\$ 2000 y 2500 la tn y del 10% para las que valen más de US\$ 2500 la tn  | Emergente | Indonesia     | Productor (2008): 3° (13,6%)                               | Abr-10           | Ene-10         |

Fuente: Elaboración propia en base a *Global Trade Alert*, FMI y Otros

de exportación. Otros grandes productores y exportadores de la región como Kazajstán y Belarús intervinieron sobre sus mercados implementando cuotas o estableciendo sistemas de permisos de exportación. A las reacciones sobre los mercados de exportación de granos se sumó el alza de los derechos de exportación establecida por Indonesia para el aceite de palma (primer exportador mundial) y las ventas de cacao.

En el caso de los metales nuevamente se observa que las intervenciones estuvieron dominadas por la aplicación de derechos de exportación. Tal es el caso del aluminio, el mineral de hierro y el níquel en Kazajstán, India y Rusia respectivamente. Las intervenciones en los rubros de metales fueron anteriores a las de los alimentos, en tanto el alza en los precios de los principales metales y minerales precedió a la suba registrada por los rubros alimenticios, a la vez que asumió tasas de crecimiento más elevadas.

Al igual que en el pico de 2007-2008, mientras que en el caso de metales y minerales e insumos industriales predominaron los derechos de exportación, en los alimentos predominaron las prohibiciones a las exportaciones. La diferencia en los instrumentos utilizados, parece sugerir la existencia de especificidades productivas y una cierta diversidad de objetivos de las intervenciones. Mientras la preocupación en el caso de los alimentos parece centrarse en el abastecimiento del mercado local y el cuidado de los precios internos, el objetivo fundamental para los metales consiste en el resguardo de la industria y agregación de valor local. Por su parte, en el caso de los rubros energéticos se observa un menor activismo que podría vincularse a la cartelización de los principales productores y el mayor control que poseen los países líderes sobre la oferta, aunque en los últimos meses han aparecido algunas restricciones sobre estos productos por parte de grandes productores como lo es el caso de Rusia.

En suma, la experiencia de los últimos meses ha ratificado la idea de que las intervenciones sobre los mercados de exportación tienden a intensificarse frente al alza de los precios internacionales.

## 4. Reflexiones Finales

Una de las características salientes del reciente ciclo de crecimiento de los PED en los 2000 ha sido la reversión de la tendencia histórica hacia el empeoramiento en los TI. Esta reversión fue principalmente el resultado de un alza sostenida en el precio de los *commodities*, principalmente en lo que hace a alimentos y metales y minerales. Si bien este cambio tuvo efectos positivos sobre el desempeño externo de los PED, conllevó al mismo tiempo presiones sobre los precios domésticos que en ocasiones generaron fenómenos de inflación importada, dando lugar al fenómeno de *agflation*. La reversión de los TI vino acompañada por un sustantivo aumento en volatilidad de los precios internacionales de los bienes primarios, lo cual también desafió adicionales para los hacedores de política económica.

La utilización de medidas que afectan a las exportaciones ha ganado protagonismo en los últimos años no sólo en relación al alza de precios, sino también a su capacidad de satisfacer numerosos objetivos de desarrollo simultáneos. En términos generales, puede decirse que la intervención sobre los mercados externos reduce la probabilidad de que se tomen decisiones de carácter irreversible sobre la base de *shocks* que tienen carácter transitorio y no permanente. Las políticas aplicadas, además, tienen consecuencias no menores en términos distributivos, tanto en el corto como en el mediano plazo.

Un caso particularmente relevante lo constituye el de las intervenciones sobre los mercados de exportación de *commodities* metalíferos. En este grupo de productos el principal objetivo ha sido no sólo el de garantizar la apropiación por el Estado de buena parte de la renta de un recurso natural no renovable, sino fundamentalmente asegurar la creación de un marco interno favorable para las inversiones y el desarrollo de capacidades productivas conexas. El Fondo del Cobre (FEC), creado por Chile en 1985, tiene por objetivo ahorrar el ingreso derivado de subas transitorias en el precio internacional del cobre. Esto equivale a contar

con derechos de exportación con una alícuota efectiva del 100% a partir del valor de corte establecido (esto es, derechos móviles). Esta herramienta cumple además con la función de reorientar las rentas extraordinarias provenientes de la explotación de un recurso natural no renovable según los criterios de asignación presentes en la política fiscal.

En el caso de los exportadores de *commodities* alimenticios, el gran número de intervenciones ha tomado una forma más contundente al punto de implementarse en algunos países y para algunos productos la prohibición de exportaciones. El objetivo principal de corto plazo de estas medidas ha sido el de resguardar los precios y el abastecimiento en el mercado local, evitando amenazar la seguridad alimentaria de sectores vulnerables de la población, cuyo nivel y estructura de consumo se caracteriza una baja elasticidad de sustitución de alimentos.

Finalmente, las intervenciones han tenido también objetivos de desarrollo de largo plazo. Los países con abundancia relativa de recursos naturales han llevado adelante, de una u otra manera, políticas destinadas evitar que los episodios de boom en los TI se constituyan en una amenaza de apreciación insostenible de la moneda local, que deriven en el fenómeno de “enfermedad holandesa”.

## Bibliografía

Bouët A. y Debucquet D. (2010); “Economics of Export Taxation in a Context of Food Crisis. A Theoretical and CGE Approach Contribution”. IFPRI Discussion Paper 00994, Markets, Trade and Institutions Division. Disponible en <http://www.iadb.org/intal/intalcdi/PE/2010/05897.pdf>

Crosby D. (2008); “WTO Legal Status and Evolving Practice of Export Taxes”. Bridges N° 5, ICTSD. Disponible en <http://ictsd.org/downloads/bridges/bridges12-5.pdf>

Dalle, D. y F. Lavolpa (2010), “In Case of Fire, Break the Glass: Argentina’s Border Emergency Kit in

Times of Global Crisis”, en Simon Evenett (ed.), *Managed Exports and Recovery of World Trade: The 7th GTA Report*, Global Trade Alert, 16.

Davidson, Paul (2010), “Crude Oil Prices: ‘Market Fundamentals’ or Speculation?”, *Challenge Magazine*, forthcoming.

Dicovski J. y Grosso J. (2009); “Importaciones. Descripción e impacto de las medidas de política comercial”. Nota Técnica N° 14, IET N° 68, Segundo Trimestre 2009. Disponible en [http://www.mecon.gov.ar/peconomica/informe/notas\\_tecnicas/](http://www.mecon.gov.ar/peconomica/informe/notas_tecnicas/)

Fantacci, L.; M.C. Marcuzzo; A. Rosselli; y E. Sanfilippo (2010), “Speculation and buffer stocks: The legacy of Keynes and Kanh”, *European Journal of the History of Economic Thought*, Vol. 00:0, pp. 1-21.

Fantacci, L.; M.C. Marcuzzo; y E. Sanfilippo (2010), “Speculation in Commodities: Keynes’ ‘Practical Acquaintance’ with Future Markets”, *Journal of the History of Economic Thought*, Vol. 32, No. 3, September.

FAO (2010), “La Volatilidad de los Precios en los Mercados Agrícolas – Evidencia, efectos sobre la seguridad alimentaria y respuestas normativas”, *Perspectivas Económicas y Sociales, Informes de Política No. 12*, Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación.

Kim, J. (2010), “Recent Trends in Export Restrictions”, *OECD Trade Policy Working Papers*, No. 101, OECD Publishing.

Kim, J. (2010); “Recent Trends in Export Restrictions”, *OECD Trade Policy Working Papers*, No. 101, OECD Publishing.

Klitenik F. (2010); “Evolución reciente de los precios internacionales. Causas y Respuestas”. Nota Técnica N° 27, IET N° 71, Primer Trimestre 2010. Disponible en [http://www.mecon.gov.ar/peconomica/informe/notas\\_tecnicas/27%20NT%20Precios%201%20T-10.pdf](http://www.mecon.gov.ar/peconomica/informe/notas_tecnicas/27%20NT%20Precios%201%20T-10.pdf)

Korinek, J. and J. Kim (2010); "Export Restrictions on Strategic Raw Materials and Their Impact on Trade", OECD Trade Policy Working Papers, No. 95, OECD Publishing.

Korinek, J. y J. Kim (2010), "Export Restrictions on Strategic Raw Materials and Their Impact on Trade", OECE Trade Policy Working Papers, No. 95, OECD Publishing.

ONU (2009), "The Financialization of Commodity Markets", Trade and Development Report, Capítulo 2, United Nations Conference of Trade and Development, Geneva.

Piermartini R. (2004); "The Role of Export Taxes in the Field of Primary Commodities". Discussion paper N°4, Organización Mundial del Comercio. Disponible en [http://www.wto.org/english/res\\_e/booksp\\_e/discussion\\_papers4\\_e.pdf](http://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/discussion_papers4_e.pdf)

org/english/res\_e/booksp\_e/discussion\_papers4\_e.pdf

Programa Mundial de Alimentos (2009), El Hambre y los Mercados, Serie de informes sobre el hambre en el mundo, Programa Nacional de Alimentos. Earthscan.

Redrado, M.; Carrera, J.; Bastourre, D.; y J. Ibarlucia (2009), "Financialization of Commodity Markets: Non-Linear Consequences from Heterogeneous Agents Behavior", Subgerencia General de Investigaciones Económicas del Banco Central de la República Argentina, Documento de Trabajo No. 44/2009.

Tang, K. y W. Xiong (2010), "Index Investment and Financialization of Commodities", NBER Working Paper No. 16385.

## Anexo I

### Tabla 3

#### Principales intervenciones sobre los Mercados de Exportación implementadas entre 2007 y 2008

| Tipo de Producto | Producto        | Medida                                | Descripción   | Bloque     | País       | Posición en Ranking de Productores Exportadores             | Inicio de Medida | Pico de Precio |
|------------------|-----------------|---------------------------------------|---|------------|------------|---|------------------|----------------|
| Metales          | Cobre           | Derechos de exportación               | Aumento del 30%   | Emergentes | Ucrania    | s/d   | 2008             | Apr-08         |
|                  |                 | Derechos de exportación               | Aumento del 10%   | Emergentes | Argentina  | Productor (2008): 13° (1%)                                  | 2008             |                |
|                  |                 | Derechos de exportación               | Aumento del 10%   | Emergentes | Rusia      | Productor (2008): 6° (5,9%)                                 | 2008             |                |
|                  | Niquel          | Derechos de exportación               | Aumento del 30%   | Emergentes | Rusia      | Productor (2008): 1° (16,7%)                                | 2008             | May-07         |
|                  |                 | Derechos de exportación               | Aumento   | Emergentes | Indonesia  | Productor (2008): 4° (12%)                                  | Jan-08           |                |
| Alimentos        | Trigo           | Derechos de exportación               | Aumento del 10% al 40%  | Emergentes | Rusia      | Productor (2008): 4° (9%); Exportador(2008): 4° (13,8%)     | 2008             | Mar-08         |
|                  |                 | Derechos de exportación               | Esta medida se tomó para frenar el alza rápida de los precios domésticos de alimentos               | Emergentes | Argentina  | Productor (2008): 13° (1,5%); Exportador (2008): 8° (3,8%)  | Abr-08           |                |
|                  | Maíz            | Prohibición temporal a la exportación | -   | Emergentes | India      | Productor (2008): 7° (2,1%); Exportador (2008): 9° (1,1%)   | Jul-08 a Oct-08  | Jun-08         |
|                  |                 | Derechos de exportación               | Esta medida se tomó para frenar el alza de los precios domésticos de alimentos                      | Emergentes | Argentina  | Productor (2008): 5° (2,8%); Exportador (2008): 2° (18,3%)  | Abr-08           |                |
|                  | Soja            | Prohibición a la exportación          | -   | Emergentes | Bangladesh | s/d   | Apr-08 a Oct-08  | Jul-08         |
|                  |                 | Derechos de exportación               | Aumento del 35% al 45%  | Emergentes | Argentina  | Productor (2008): 3° (21%); Exportador (2008): 3° (14,1%)   | Abr-08           |                |
|                  | Aceite de Palma | Prohibición a la exportación          | -   | Emergentes | Bangladesh | s/d   | Apr-08 a Oct-08  | Mar-08         |
|                  | Arroz           | Prohibición temporal a la exportación | -   | Emergentes | Kazakhstan | s/d   | Dic-08 a Jan-09  | Apr-08         |
|                  |                 | Prohibición temporal a la exportación | -   | Emergentes | Egipto     | Productor (2008): 15° (1%); Exportador (2008): 9° (2%)      | Jul-08 a Oct-11  |                |
|                  |                 | Prohibición a la exportación          | -   | Emergentes | Tailandia  | s/d   | Jul-08           |                |
|                  |                 | Prohibición temporal a la exportación | -   | Emergentes | Vietnam    | s/d   | Mar-08 a Jun-08  |                |
|                  |                 | Prohibición a la exportación          | -   | Emergentes | Madagascar | s/d   | May-08           |                |
|                  |                 | Prohibición temporal a la exportación | -   | Emergentes | Brasil     | Productor (2008): 10° (1,7%); Exportador (2008): 11° (1,1%) | Abr-08           |                |
|                  |                 | Prohibición temporal a la exportación | -   | Emergentes | Cambodia   | s/d   | Apr 08- Jun-08   |                |
|                  |                 | Prohibición temporal a la exportación | Excepto a Brasil  | Emergentes | Argentina  | Exportador (2008): 10° (1,8%)                               | Abr-08           |                |
|                  |                 | Prohibición a la exportación          | Esta medida se tomó para asegurar la oferta doméstica y para evitar la suba de los precios internos | Emergentes | China      | s/d   | Ene-08           |                |

Fuente: Elaboración propia en base a Global Trade Alert, FMI y Otras

# Nivel de Actividad



## Nivel de Actividad

A lo largo del tercer trimestre del año la actividad económica mantuvo el elevado ritmo de crecimiento anual al expandirse un 8,6%. La evolución del PIB desestacionalizado mostró un crecimiento trimestral moderado (0,4%), siendo la tasa de crecimiento más baja en lo que va del año. Este desempeño determinó que el acumulado de los tres primeros trimestres cerrara con una suba del 9,1% respecto del mismo período del año anterior. El menor crecimiento relativo de la actividad económica en el tercer trimestre respondió fundamentalmente a la menor expansión -y el menor peso relativo- que presentó la actividad agropecuaria durante el período. De esta forma, el impulso al crecimiento se concentró en la actividad industrial y en los servicios de comercio, que se constituyeron en los principales motores de crecimiento de la oferta agregada. Por su parte, la evolución de la demanda se encontró determinada por el sostenimiento del buen ritmo de crecimiento del consumo y el notable dinamismo de la inversión, que alcanzó durante el período registros record.

### Demanda Agregada

Durante el tercer trimestre de 2010 el consumo continuó siendo el principal motor de crecimiento de la demanda agregada al expandirse un 8,8% anual y realizar un aporte de 6,8 p.p. al crecimiento del PIB. La recuperación del empleo, la mejora de los ingresos y el impulso generado desde las políticas públicas se convirtieron en los principales pilares de crecimiento del consumo. Medido en términos desestacionalizados el consumo doméstico creció un 1,4% respecto del trimestre anterior, marcando una muy leve desaceleración en relación al registro inmediatamente anterior. El componente privado del consumo fue el principal y más dinámico motor de crecimiento al expandirse un 8,9% y superar por primera vez desde la irrupción de la crisis internacional (IV.08) la tasa de crecimiento del consumo público.

El Consumo Público redujo su ritmo de expansión al crecer un 8,5% anual (4,4 p.p. menos que el trimestre anterior). El cambio en el comportamiento de la componente pública del consumo se corroboró también en la evolución de los valores desestacionalizados, que registraron por primera vez desde 2003 una variación trimestral negativa (-0,6%). De esta forma, y en paralelo a la recuperación del consumo privado, la componente pública parece comenzar a reducir su importancia una vez satisfecho el papel anticíclico asumido durante la crisis internacional.

Por su parte, la Inversión Bruta Fija volvió a ser el componente de la demanda agregada de crecimiento más dinámico al expandirse un 26,6%. El fuerte crecimiento de la IBIF que muestra una vigorosa recuperación en lo que va del año, refleja la superación del clima de incertidumbre instaurado por la crisis internacional, así también como la buena respuesta del sector privado a las favorables condiciones que caracterizan a la evolución del mercado doméstico y de los principales destinos de exportación nacionales.

De esta forma, la inversión se convirtió en el otro gran pilar de crecimiento de la demanda agregada al aportar 3,91 p.p. al aumento de la actividad económica. Los 104.586 millones de pesos constantes volcados a la inversión significaron un nuevo récord de inversión, que permitieron a su vez alcanzar una tasa de inversión récord de 24,6%.

El fuerte incremento de la IBIF estuvo impulsado por la importantísima suba anual del gasto en equipo durable de producción que se ubicó en el 55,4% anual. Dentro de este grupo se destaca particularmente el fuerte aumento de las compras de equipo durable de producción importado que alcanzó un crecimiento del 71,9%. La construcción, aunque con un menor crecimiento relativo, registró también un

comportamiento positivo al alcanzar un alza del 6,8% anual y contribuyendo en 0,9 p.p. al crecimiento del PIB.

La importante recuperación de las importaciones acompañó durante este período el crecimiento de la actividad económica, haciendo de las exportaciones netas el único componente de la demanda agregada con un aporte contractivo. De esta manera, las compras externas se incrementaron en III.10 un 37,4% anual; pese a su elevada tasa de crecimiento, las importaciones se ubicaron tan sólo un 8,9% por encima del registro del mismo período de 2008, alcanzando un coeficiente de importaciones similar al de aquel período. Por su parte, en el tercer trimestre las exportaciones se expandieron un 27,8% de la mano de los buenos resultados de la cosecha agropecuaria y del sostenimiento de la demanda de los socios comerciales demandantes de manufacturas de origen industrial.

## Oferta Agregada

Por el lado de la oferta la desaceleración de la actividad económica registrada en el tercer trimestre se explica fundamentalmente por lo ocurrido con la producción del sector agropecuario. Es así que luego de aportar 3,8 p.p. de crecimiento en el segundo trimestre del año, en el tercer trimestre la contribución sectorial al crecimiento fue de tan sólo 0,21 p.p. Dicha diferencia corresponde fundamentalmente a la estacionalidad que caracteriza a la producción sectorial, en tanto en el segundo período del año se concentra la mayor parte de la cosecha gruesa agropecuaria. De esta forma, el menor aporte al crecimiento económico realizado por el sector agropecuario resultante de la menor actividad y el menor peso relativo del sector en el trimestre permite explicar la reducción de la tasa de crecimiento de la actividad económica registrada en tercer trimestre de 2010.

El menor crecimiento relativo del sector agropecuario implicó que las actividades productoras de bienes crecieran en el tercer trimestre al 8,1% anual, siendo el principal propulsor de

este grupo la industria manufacturera. La actividad industrial registró una variación anual positiva del 10,6%, explicando casi 2 p.p. del crecimiento del PIB en III.10. La evolución del EMI muestra que los rubros Automotriz (37,7%), Metálicas Básicas (17,9%) y Metalme-cánica (8,8%) fueron las principales determinantes de esta favorable evolución al explicar más del 85% del crecimiento industrial trimestral. En particular se destaca la evolución del sector automotriz, que según indicaran los datos de Adefa alcanzó en el trimestre un nivel de producción record gracias a la fabricación de más de 206 mil unidades. Por otra parte, la producción de Alimentos y bebidas, una de las principales ramas del entramado industrial local, logró revertir los malos resultados de los trimestres anteriores de la mano de la recuperación en la producción de aceites y harinas.

La Utilización de la Capacidad Instalada en la Industria (UCI) acompañó el crecimiento de la actividad, alcanzando niveles generales del 78,9%. De esta forma, la industria funcionó 4,9 p.p. por encima de lo ocurrido el año anterior, lo cual implicó a su vez un crecimiento de la capacidad implícita para el tercer trimestre del 2010 del 2,5%.

En lo que refiere a la evolución de los restantes sectores que componen la producción de bienes se destaca lo ocurrido con la Pesca, que resultó el rubro de mayor crecimiento (30,7%) seguido por el Suministro de electricidad, gas y agua (7,3%). Por su parte, la Explotación de Minas y Canteras mostró también una evolución positiva (4,2%), presentando la primera suba luego de cuatro trimestres consecutivos de evolución negativa. Finalmente, la Construcción mostró también un buen desempeño al expandirse un 3,6%, aunque a un ritmo bastante inferior al de los restantes rubros.

Los sectores productores de servicios mostraron un incremento de 7,8% anual, con expansiones en todos los sectores que lo componen. Tal como ocurre desde el inicio del año, las actividades de mejor desempeño resultaron aquellas vinculadas a la producción de bienes. El comercio mayorista y minorista registró un

crecimiento del 15,3% anual, mientras que el rubro de transporte, almacenamiento y comunicaciones se expandió un 11%. También se registraron importantes alzas en los rubros de Hoteles y restaurantes (8,8%) e Intermediación financiera (6,1%). Por su parte, la Administración Pública y Defensa redujo a la mitad su ritmo de crecimiento (3,4%). Las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (4,6%) y las otras actividades de servicios comunitarias sociales, personales y servicio

doméstico (2,8%) se expandieron a un ritmo inferior al promedio pero presentaron también una evolución positiva.

Pese al más moderado crecimiento del sector productor de bienes registrado en el tercer trimestre, la participación de dichas actividades en el PIB se mantuvo en el orden del 32,2%, nivel similar al de III.10. La contrapartida de dicho dato fue el sostenimiento de la participación de los servicios que se ubicó en el 67,8%.

**PRINCIPALES INDICADORES DEL NIVEL DE ACTIVIDAD**

|   | 2003-07 | Años<br>2008 | 2009 | III-09  | IV-09 | Trimestres<br>I-10 | II-10 | III-10  |
|---|---------|--------------|------|---------|-------|--------------------|-------|---------|
| <b>Niveles</b>  |         |              |      |         |       |                    |       |         |
| PIB nominal (en \$ miles de millones)   |         | 1.033        |      | 1.169   |       | 1.217              |       | 1.466   |
| PIB nominal (en U\$S miles de millones)   |         | 327          |      | 305     |       | 317                |       | 372     |
| PIB nominal p/cápita (en US\$)  |         | 8.046        |      | 7.423   |       | 7.675              |       | 8.956   |
| IIBF val. corrientes (en \$ miles de millones)  |         | 240          |      | 250     |       | 255                |       | 343     |
| Ahorro nacional bruto val.corrientes<br>(en \$miles de millones)                          |         | 276          |      | 307     |       | 213                |       | 307     |
| Ventas en supermercados (en \$ millones)  |         | 43.152       |      | 12.459  |       | 14.097             |       | 16.151  |
| Ventas en centros de compras<br>(en \$ millones)  |         | 7.432        |      | 2.083   |       | 2.186              |       | 2.918   |
| Ventas de automóviles (En unidades)   |         | 171.209      |      | 40.752  |       | 39.882             |       | 51.418  |
| Utilización de la Capacidad Instalada<br>en la Industria (%)                              |         | 74,8%        |      | 74,8%   |       | 72,9%              |       | 78,9%   |
| Producción de automotores<br>(En unidades)  |         | 597.086      |      | 149.734 |       | 124.377            |       | 206.017 |
| <b>Variaciones porcentuales anuales</b>   |         |              |      |         |       |                    |       |         |
| PIB Real  |         | 6,8%         |      | -0,3%   |       | 6,8%               |       | 8,6%    |
| Var. % período anterior, serie<br>desestacionalizada                                      |         |              |      | 0,3%    |       | 3,0%               |       | 0,4%    |
| Bienes  |         | 2,9%         |      | -3,6%   |       | 5,8%               |       | 8,1%    |
| Producción primaria   |         | -1,8%        |      | -6,9%   |       | 2,6%               |       | 5,9%    |
| Agricultura, Ganadería, Caza<br>y Silvicultura  |         | -2,7%        |      | -7,3%   |       | 5,2%               |       | 5,5%    |
| Industria manufacturera   |         | 4,5%         |      | -3,1%   |       | 8,2%               |       | 10,6%   |
| Suministro de electricidad, gas y agua  |         | 3,4%         |      | 1,3%    |       | 6,1%               |       | 7,3%    |
| Construcción  |         | 3,7%         |      | -4,2%   |       | 2,0%               |       | 3,6%    |
| Servicios   |         | 8,2%         |      | 1,6%    |       | 6,4%               |       | 7,8%    |
| Comercio mayorista y minorista<br>y reparaciones, hoteles y restaurantes                  |         | 7,9%         |      | -4,5%   |       | 8,1%               |       | 14,3%   |
| Transporte, almacenamiento<br>y comunicaciones  |         | 12,1%        |      | 4,7%    |       | 9,6%               |       | 11,0%   |
| Intermediación financiera,<br>Actividades inmobiliarias,<br>empresariales y de alquiler   |         | 9,3%         |      | 2,5%    |       | 3,8%               |       | 5,0%    |
| Administración pública y defensa,<br>enseñanza, salud y otras actividades<br>de servicios |         | 4,9%         |      | 4,1%    |       | 5,8%               |       | 3,5%    |
| Consumo Priv. Real  |         | 6,5%         |      | -0,7%   |       | 7,3%               |       | 8,9%    |
| Consumo Público   |         | 6,9%         |      | 8,1%    |       | 8,4%               |       | 8,5%    |
| Inversión Real  |         | 9,1%         |      | -12,7%  |       | 13,1%              |       | 26,6%   |
| Construcción  |         | 4,1%         |      | -5,7%   |       | 5,1%               |       | 6,8%    |
| Equipo durable de producción  |         | 16,3%        |      | -21,3%  |       | 25,5%              |       | 55,4%   |
| Exportación de Bienes y Servicios   |         | 1,2%         |      | -17,4%  |       | 4,2%               |       | 27,8%   |
| Importación de Bienes y Servicios   |         | 14,1%        |      | -20,7%  |       | 30,1%              |       | 37,4%   |
| Ventas en Supermercados   |         | 26,6%        |      | 9,3%    |       | 13,0%              |       | 16,5%   |
| Ventas en Centros de Compra   |         | 19,2%        |      | 6,0%    |       | 34,0%              |       | 29,5%   |
| Ventas de automóviles   |         | 7,3%         |      | -15,1%  |       | 49,0%              |       | 35,9%   |
| ISAC  |         | 4,5%         |      | -4,2%   |       | 8,5%               |       | 7,6%    |
| Despachos de cemento  |         | 1,6%         |      | -7,6%   |       | 6,3%               |       | 9,7%    |
| Importaciones de Bienes de Capital<br>(En US\$)   |         | 20,9%        |      | -30,3%  |       | 32,3%              |       | 44,3%   |
| EMI   |         | 5,0%         |      | -1,4%   |       | 9,0%               |       | 9,3%    |
| Producción de automotores   |         | 9,6%         |      | -18,3%  |       | 73,9%              |       | 37,6%   |
| Producción de acero crudo   |         | 2,9%         |      | -27,5%  |       | 45,2%              |       | 21,8%   |
| Indicador Sintético<br>de Servicios Públicos  |         | 11,2%        |      | 7,3%    |       | 8,6%               |       | 13,3%   |
| Transporte de pasajeros   |         | 0,6%         |      | -5,1%   |       | -1,0%              |       | 16,9%   |
| Telefonía   |         | 29,0%        |      | 23,9%   |       | 19,8%              |       | 17,2%   |
| Demanda de energía grandes usuarios   |         | 8,6%         |      | -11,8%  |       | 5,4%               |       | 5,8%    |
| <b>% del PIB 1/</b>   |         |              |      |         |       |                    |       |         |
| Consumo privado real, serie<br>desestacionalizada   |         | 65,4%        |      | 65,0%   |       | 65,2%              |       | 64,4%   |
| IIBF, serie desestacionalizada  |         | 23,1%        |      | 20,8%   |       | 20,8%              |       | 22,7%   |
| IIBF val. corrientes  |         | 23,3%        |      | 21,4%   |       | 20,9%              |       | 20,5%   |
| Ahorro nacional bruto val.corrientes  |         | 26,8%        |      | 24,9%   |       | 24,6%              |       | s/d     |
| Exportación de Bienes y Servicios   |         | 13,3%        |      | 12,3%   |       | 12,3%              |       | 13,2%   |
| Importación de Bienes y Servicios   |         | 14,2%        |      | 11,6%   |       | 12,0%              |       | 13,8%   |

s/d sin dato disponible

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

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

# Empleo e Ingresos



## Empleo e Ingresos

### Empleo

Los indicadores referidos al empleo mostraron en III.10 un desempeño positivo, reflejo de la recuperación del nivel de actividad que se observa desde IV.09.

En III.10 la tasa de empleo del conjunto de aglomerados urbanos relevados por la EPH mantuvo el nivel del trimestre anterior y creció 0,6 p.p. respecto a igual período del año 2009. En el marco de una tasa de actividad interanual estable, y levemente declinante (-0,2 p.p.), el crecimiento del empleo permitió continuar con la reducción de la tasa de desempleo, la que se ubicó en su nivel más bajo en mediciones de terceros trimestres desde que se inicia la serie continua. En III.10 el desempleo se ubicó en el 7,5% de la población económicamente activa (PEA), 1,6 p.p. menos que un año antes y 0,4 p.p. menos que en el segundo trimestre del año.

La incidencia del subempleo también se redujo. Este indicador se situó en el 8,8% de la PEA, perdiendo así 1,7 p.p. respecto a igual período en el año 2009. El componente demandante del subempleo fue el que explicó la mayor parte de esta reducción (1,2 p.p. anual) descendiendo al 6,1% de la población activa. La evolución declinante de la tasa de desempleo y de la de subocupación da cuenta de una reducción significativa en la proporción de la población que presiona sobre la demanda de empleo en el mercado de trabajo.

El descenso de la tasa de desempleo se verificó tanto en el Gran Buenos Aires (GBA) como en los Aglomerados del Interior del País. En el GBA la tasa de desocupación se ubicó en el 8,2% de la PEA, lo que significó una caída anual de 1,6 p.p., mientras que en el Interior del país, el descenso de la tasa de desocupación fue levemente menor, 1,2 p.p., lo que la llevó a situarse en el 7,5%.

Por otra parte, al analizar los indicadores laborales según grupos específicos de la población se verifica una reducción generalizada de la tasa de desempleo aunque heterogénea en su dinámica. A excepción del grupo de varones de 29 a 65 años -en cual el descenso interanual del desempleo se debió a un aumento del empleo (+1,5 p.p) que más que compensó el de la tasa de actividad (+0,5 p.p)-; en el resto de los grupos de población se redujo la tasa de actividad, y en el caso de las mujeres jóvenes, se registró además un descenso en el nivel de empleo (-0.5 p.p.).

Como reflejo de la mejora en las oportunidades de empleo, la tasa de asalarización en el total de aglomerados relevados por la EPH creció 0,4 puntos porcentuales (p.p) respecto a igual período del año anterior y llegó a alcanzar al 76,6% de los ocupados. No obstante, la composición del empleo asalariado de acuerdo a la legalidad de la relación contractual se mantuvo prácticamente inalterada. La tasa de asalariados no registrados fue 35,8%, apenas 0,2 p.p. inferior a la del tercer trimestre de 2009.

A partir de la información proveniente del SIPA publicada por la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales<sup>1</sup> se observa que el ritmo anual de crecimiento de los puestos registrados se ha venido incrementando trimestralmente desde el I.10. Dado este dinamismo el empleo registrado ha empezado a superar los niveles previos a la crisis tanto en el sector público como en el privado. En III.10 el incremento anual de los puestos registrados en el SIPA fue de 205 mil, 175 mil de los cuales fueron generados en el sector privado. En relación al trimestre anterior, el incremento neto de los puestos privados fue 26 mil.

Los sectores productores de servicios fueron los que lideraron el crecimiento anual de los

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

puestos registrados, con una variación positiva del 3,5% en relación a la variación del 1,4% del sector productor de bienes. Entre las ramas con mayor crecimiento relativo del empleo se destacan las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (4,6%); hoteles y restaurantes (4,4%) y el comercio y las reparaciones (4,2%). Asimismo, dentro de la rama industria que en términos agregados observó una variación positiva más modesta del empleo registrado (2%), las actividades con mayor dinamismo fueron la fabricación de maquinaria y equipo (6,2%) y material de transporte (5,1%).

Entre las ramas con peor desempeño en el período III.09-III.10 se encuentran la construcción (0,6%) -que no ha recuperado su anterior dinamismo en materia de empleo-, la fabricación de alimentos, bebidas y tabaco (0,3%) y la fabricación de madera, papel, imprenta y editoriales (0%). Finalmente, las actividades vinculadas a la agricultura, ganadería, caza y silvicultura observaron en el período una variación negativa del -0,4%.

Los resultados de la Encuesta Industrial Mensual (EIM-INDEC), muestran que en III.10 el Índice de Obreros Ocupados (IOO), creció 1,6% anual. Este constituye el segundo trimestre consecutivo con crecimiento anual luego del impacto de la crisis internacional. El Índice de Horas Trabajadas (IHT) registró una suba anual de 3,2%, la que a pesar de ser significativa evidencia cierta desaceleración respecto al trimestre anterior. Tal como se espera, la consolidación del crecimiento del empleo se acompaña de una desaceleración del de las horas trabajadas, las que cumplen un papel más dinámico en las primeras etapas de la reactivación.

La demanda laboral continúa la tendencia creciente que se verifica a partir de IV.09. El porcentaje de empresas que realizaron búsquedas en III.10 fue de 40,7%, 2,7 p.p mayor que el trimestre anterior y 11,5 p.p superior al mismo trimestre del año anterior que fue particularmente bajo. El porcentaje de empresas que no cubrieron su búsqueda fue de 10,7%, 0,3 p.p menor que el mismo trimestre de 2009. Esta

variación negativa interanual no debe ocultar el hecho de que la tendencia actual del indicador es creciente y se acerca a los valores pre-crisis.

Con respecto al tipo de tarea, el 84,6% de los pedidos no cubiertos respondió a la demanda de puestos de producción y mantenimiento, el 11,8% a la demanda de puestos de gerencia, administración y sistemas y el 3,6% al de ventas y comercialización. Las mayores búsquedas de personal se dieron en las ramas de servicios a las empresas y profesionales (60,5%), fabricación de productos farmacéuticos (58,1%), electricidad, gas y agua (57,5%) intermediación financiera y otros servicios financieros (54,3%) y servicios de hotelería y restaurantes (52,4%).

## Ingresos

En III.10, el Índice General de Salarios (INDEC) que mide la evolución del salario nominal, creció un 24,8% anual. El sector que mostró el mayor crecimiento fue el del Empleo Privado Registrado con un incremento del 27,1% respecto al mismo trimestre de 2009. Desde febrero de 2010 este sector ha venido liderando las subas salariales anuales.

En el Sector Privado no Registrado y en el Sector Público los salarios nominales crecieron en torno al 22% anual, 22,1% y 21,2% respectivamente. En el Sector Privado no Registrado el incremento respecto del trimestre anterior fue de 6,8%, mientras que en el sector público el incremento respecto al trimestre anterior fue de 8,3%.

En cuanto a la evolución de la negociación salarial, cabe destacar que no hubo reapertura de paritarias en la segunda mitad del año. A su vez pocos de los acuerdos con pago escalonados, tuvieron incrementos programados en el mes de septiembre.

Finalmente, los datos del SIPA muestran que la remuneración total promedio de los puestos de trabajo registrados creció en III.10 un 25% anual.

## Distribución Personal del Ingreso

En cuanto a la distribución del ingreso, el Coeficiente de Gini, que mide la desigualdad en la distribución, presentó mejoras respecto al mismo trimestre del año anterior, tanto en su cálculo respecto al ingreso total familiar como al ingreso per cápita familiar. El primero pasó de 0,422 en III.09 a 0,414 en III.10 y el segundo de 0,457 a 0,448 en el mismo periodo. También disminuyó el Gini de la población ocupada según escala de ingresos de la ocupación

principal, de 0,404 en III.09 a 0,400 en III.10. Para todos los casos, el Coeficiente de Gini alcanzó el menor valor en terceros trimestres

Por otra se observó una reducción de las brechas de ingresos. La relación entre el percentil 90 y el 10 de la distribución del ingreso total familiar pasó de 8,7 en III.09 a 8,0 en III.10, mientras que la distribución del ingreso per cápita familiar pasó del 10,8 a 9,3. En el caso de la remuneración de la ocupación principal dicho relación se mantuvo en 9,0.

**PRINCIPALES INDICADORES DE EMPLEO, SALARIO Y POBREZA**

Empleo e Ingresos Datos Principales

|   | 2003 | 2008   | Año 2009 |        |        |        | Año 2010 |         |        |
|---|------|--------|----------|--------|--------|--------|----------|---------|--------|
|   |      |        | 1 Trim   | 2 Trim | 3 Trim | 4 Trim | 1 Trim   | 2 Trim. | 3 Trim |
| <b>1.a Empleo Aglomerados EPH</b>                     |      |        |          |        |        |        |          |         |        |
| Tasa de actividad                                     |      | 45,9%  |          | 45,9%  |        | 46,3%  |          | 46,1%   |        |
| Gran Buenos Aires                                     |      | 48,0%  |          | 48,2%  |        | 49,0%  |          | 48,6%   |        |
| Aglomerados del interior                              |      | 43,5%  |          | 43,2%  |        | 43,3%  |          | 43,3%   |        |
| Tasa de empleo  |      | 42,2%  |          | 41,8%  |        | 42,4%  |          | 42,5%   |        |
| Gran Buenos Aires                                     |      | 44,0%  |          | 43,9%  |        | 44,6%  |          | 44,6%   |        |
| Aglomerados del interior                              |      | 40,3%  |          | 39,5%  |        | 40,1%  |          | 40,1%   |        |
| Tasa de desocupación                                  |      | 7,9%   |          | 8,8%   |        | 8,4%   |          | 7,9%    |        |
| Gran Buenos Aires                                     |      | 8,4%   |          | 8,9%   |        | 9,1%   |          | 8,1%    |        |
| Aglomerados del interior                              |      | 7,3%   |          | 8,7%   |        | 7,5%   |          | 7,5%    |        |
| Tasa de subocupación demandante                       |      | 6,1%   |          | 7,5%   |        | 6,9%   |          | 6,7%    |        |
| Gran Buenos Aires                                     |      | 6,2%   |          | 7,8%   |        | 7,3%   |          | 6,7%    |        |
| Aglomerados del interior                              |      | 6,0%   |          | 7,1%   |        | 6,4%   |          | 6,8%    |        |
| Tasa de subocupación no demandante                    |      | 2,7%   |          | 3,1%   |        | 3,4%   |          | 3,1%    |        |
| Gran Buenos Aires                                     |      | 3,3%   |          | 3,8%   |        | 4,3%   |          | 4,1%    |        |
| Aglomerados del interior                              |      | 2,0%   |          | 2,2%   |        | 2,2%   |          | 2,0%    |        |
| Tasa de asalarización                                 |      | 76,3%  |          | 75,9%  |        | 75,3%  |          | 76,0%   |        |
| % de asalariados no registrados                       |      | 37,0%  |          | 36,2%  |        | 36,1%  |          | 36,5%   |        |
| <b>1.b Empleo Total Urbano (en miles de personas)</b> |      |        |          |        |        |        |          |         |        |
| Población total                                       |      | 35.849 |          | 36.222 |        | 36.434 |          | 36.653  |        |
| Población económicamente activa                       |      | 16.164 |          | 16.294 |        | 16.515 |          | 16.561  |        |
| Ocupados  |      | 14.922 |          | 14.864 |        | 15.175 |          | 15.281  |        |
| Desocupados   |      | 1.243  |          | 1.430  |        | 1.340  |          | 1.280   |        |
| Encuesta de Indicadores Laborales (1) (2)             |      |        |          |        |        |        |          |         |        |
| Empleo Total  |      | 131,2  |          | 128,8  |        | 128,6  |          | 131,9   |        |
| Industria   |      | 139,0  |          | 136,0  |        | 136,4  |          | 140,2   |        |
| Construcción  |      | 136,7  |          | 124,3  |        | 122,0  |          | 129,3   |        |
| Comercio y Servicios                                  |      | 126,2  |          | 124,7  |        | 124,5  |          | 127,6   |        |
| Encuesta Industrial Mensual (3)                       |      |        |          |        |        |        |          |         |        |
| Índice de Obreros Ocupados                            |      | 97,4   |          | 93,8   |        | 94,0   |          | 95,5    |        |
| Índice de Horas Trabajadas                            |      | 92,2   |          | 86,7   |        | 89,9   |          | 91,6    |        |
| <b>2. Salarios</b>                                    |      |        |          |        |        |        |          |         |        |
| <b>Índice de salarios (Var % anual)</b>               |      | 25,2%  |          | 20,5%  |        | 16,6%  |          | 20,8%   |        |
| Sector Privado Registrado (Var % anual)               |      | 23,0%  |          | 18,6%  |        | 16,9%  |          | 23,0%   |        |
| Sector Privado No Registrado (Var % anual)            |      | 33,0%  |          | 31,2%  |        | 20,8%  |          | 18,2%   |        |
| Sector Público (Var % anual)                          |      | 25,4%  |          | 16,8%  |        | 12,4%  |          | 17,5%   |        |
| <b>Índice de salario por obrero Industrial (3)</b>    |      | 356,0  |          | 396,8  |        | 471,5  |          | 533,6   |        |
| <b>3. Pobreza - Aglomerados EPH</b>                   |      |        |          |        |        |        |          |         |        |
| <b>Población Pobre</b>                                |      | 16,6%  |          |        |        |        |          |         |        |
| Gran Buenos Aires                                     |      | 16,0%  |          |        |        |        |          |         |        |
| Noroeste  |      | 24,5%  |          |        |        |        |          |         |        |
| Nordeste  |      | 30,8%  |          |        |        |        |          |         |        |
| Cuyo  |      | 13,6%  |          |        |        |        |          |         |        |
| Pampeana  |      | 13,7%  |          |        |        |        |          |         |        |
| Patagonia   |      | 8,5%   |          |        |        |        |          |         |        |
| <b>Población Indigente</b>                            |      | 4,8%   |          |        |        |        |          |         |        |
| Gran Buenos Aires                                     |      | 4,5%   |          |        |        |        |          |         |        |
| Noroeste  |      | 6,0%   |          |        |        |        |          |         |        |
| Nordeste  |      | 9,7%   |          |        |        |        |          |         |        |
| Cuyo  |      | 3,4%   |          |        |        |        |          |         |        |
| Pampeana  |      | 4,5%   |          |        |        |        |          |         |        |
| Patagonia   |      | 2,8%   |          |        |        |        |          |         |        |

Notas:

(1) Datos correspondientes al Total de Aglomerados

(2) Base Cuarto Trimestre 2001=100

(3) Base 1997=100

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

# Consideraciones Críticas Sobre la Tasa Natural de Desempleo a Partir de la Experiencia Argentina

Participaron en la elaboración de esta Nota Técnica, Juliana Persia, Fernando Toledo y Pablo Mira

## 1. Introducción

En los años recientes recrudeció en Argentina el debate sobre la relación entre desempleo e inflación, asociación que recibe el nombre de Curva de Phillips. En parte, esta discusión se debe a la percepción de una relación negativa entre estas variables durante los últimos veinte años. En los 90 la inflación era prácticamente nula, pero el desempleo se mostró creciente y alcanzó en la crisis máximos históricos. En la década siguiente, en cambio, el desempleo fue cediendo al tiempo que la inflación comenzó a cobrar impulso.

El análisis de la Curva de Phillips fue un impensado punto de partida para discutir cuestiones teóricas referidas al mercado de trabajo. En este sentido, la teoría estándar ha evolucionado hacia el rechazo de la existencia de una relación negativa perdurable entre ambas variables, afirmando que el mercado de trabajo tiende a hacer converger a una tasa de desempleo de equilibrio o friccional. Esto significaría que, una vez alcanzado ese nivel de subocupación, las políticas destinadas a estimular un mayor empleo fracasarían, induciendo exclusivamente mayor inflación.

Tomar al pie de la letra estas consideraciones teóricas, muchas de las cuales se publicitan como consensuadas, puede ser arriesgado. Esto se debe a que existen un conjunto de consideraciones específicas al caso argentino que deben ser incluidas en el análisis, sin las cuales el concepto de desempleo de equilibrio pierde justificación. Como corolario importante de esta afirmación, las políticas que pretenden reducir el impacto de la inflación no deben ser consideradas con independencia de las condiciones estructurales que observa el mercado de trabajo local.

En Argentina, la tasa de desempleo se redujo rápidamente desde un nivel de 20,4% a principios de 2003, a 7,5% en el tercer trimestre de 2010. Pese a que en los últimos años se advirtió en repetidas ocasiones sobre la posibilidad de que Argentina estuviera alcanzando una tasa de desempleo de equilibrio, el desempleo siguió disminuyendo, aunque recientemente a una velocidad menor.

Esta Nota Técnica estudia algunas características particulares del mercado laboral doméstico que justifican que la relación entre desempleo e inflación debe ser estudiada apelando a una perspectiva local. Esto implica repensar la relación negativa entre ambas variables por un lado, pero por sobre todo negar de plano la operación de mecanismos automáticos de corrección en el mercado de trabajo.

La conclusión principal es que hay espacio para políticas expansivas que propendan a la generación de empleos formales sin que ello signifique un sobrecalentamiento del mercado de trabajo. La razón es que los recursos excedentes existen en número suficiente tanto bajo la forma de desempleo abierto, como además de subempleo en el sector informal. Más aun, una porción no menor de estos grupos cuentan con las competencias educativas que requiere el trabajo en el sector formal de la economía.

En la Sección 2 se revisa brevemente la literatura macroeconómica de las últimas décadas sobre pleno empleo y su relación con la inflación. La Sección 3 propone algunas implicancias de asumir la existencia de una tasa natural de desempleo en países en desarrollo. La Sección 4 discute cual es la relación que existe entre desempleo e informalidad en el mercado de trabajo argentino. La Sección 5 concluye.

## 2. La TND/NAIRU Como Guía Teórica para la Acción de Política Económica

La discusión sobre el pleno empleo se compone de numerosos aportes académicos a lo largo de la historia de la macroeconomía. El artículo de Phillips de 1958 sentó un precedente clave en el debate. Este autor identificó empíricamente la existencia de una relación negativa entre la tasa de variación de los salarios nominales y la tasa de desempleo. En los años 60, las contribuciones de Samuelson y Solow diseminaron el hallazgo de Phillips en el terreno académico y político, y transformaron la mera relación empírica negativa entre inflación salarial y desempleo en una disyuntiva de política económica que debían enfrentar las autoridades por asegurar o bien la estabilidad nominal (la inflación) o bien la real (el desempleo).

Los aportes posteriores de Friedman (1968) y Phelps (1968) fueron más allá y definieron una agenda de investigación académica que comenzó a prestar especial atención al tema de la inflación, criticando las políticas económicas basadas en la promoción de mayores niveles de empleo a partir del estímulo de la demanda agregada.

Desde el punto de vista de la política económica, las décadas de 1950-1970 constituyeron un quiebre decisivo en el debate, porque se pasó de un período donde el pleno empleo constituía el principio rector de la misma, hacia otra etapa en que la prioridad excluyente era el control de la inflación. De una discusión originalmente iniciada por Keynes en donde el pleno empleo era el objetivo fundamental, se pasó a un esquema que pretendía garantizar la estabilidad nominal de las economías por la vía de un control férreo de la demanda agregada.

Esta transición fue efectiva gracias a la presentación de Friedman del concepto de tasa natural de desempleo (TND). Esta idea independizaba la tasa de desempleo de largo plazo de las fluctuaciones de la demanda agregada, poniendo en tela de juicio la efectividad perma-

nente de las políticas fiscales y monetarias de corto plazo para alterar la tasa de desempleo en el largo plazo. Según esta teoría, la tasa de desempleo observada tiende a converger mediante la operación de un mecanismo automático a una tasa natural de desempleo de largo plazo, compatible con el equilibrio económico en sentido walrasiano. La TND presuponía por tanto una Curva de Phillips vertical en el largo plazo.

La existencia de una Curva de Phillips tradicional en el corto plazo y de una TND vertical en el largo plazo se compatibilizaba mediante la introducción de las expectativas de inflación. Mientras los agentes económicos se confundieran al formar sus expectativas de aumento de precios debido a una política monetaria no esperada, el gobierno podría explotar el trade-off asociado a la Curva de Phillips en el corto plazo, pero una vez que el sector privado adaptara sus estimaciones, el nivel de desempleo debía retornar a la TND. Así, todo intento de incrementar la demanda agregada y reducir el desempleo por debajo de su tasa natural terminaría generando mayores presiones inflacionarias y menor desempleo en el corto plazo, pero solo mayor inflación en el largo plazo. La justificación detrás de este mecanismo es, en última instancia, que la expansión de la demanda nominal no logra afectar al producto potencial de la economía, dado que esta variable está determinada por el lado de la oferta y se encuentra por ende ligada al crecimiento de los factores productivos y al progreso técnico.

Independizada la mayor parte del desempleo del comportamiento de la demanda y de las políticas que la afectan, las recomendaciones referidas al mercado de trabajo se orientaron de manera exclusiva a favorecer la flexibilización y la intermediación en el mercado laboral y/o a promover políticas de capacitación y de movilidad entre regiones geográficas, con el objetivo de resolver los problemas de fricción y asegurar un mejor matching entre oferta y demanda de trabajo.

A principios de los años 90 la escuela Nuevo Keynesiana reemplazó la idea de TND por

la de NAIRU<sup>1</sup>, fundamentalmente a partir de la contribución de Layard, Nickell y Jackman (1991). A diferencia de la TND, la NAIRU se deriva analíticamente de modelos de negociación salarial. Mientras que la TND era un concepto que encerraba una idea de equilibrio, la NAIRU denotaba ahora aquella tasa de desempleo capaz de conciliar las aspiraciones distributivas de trabajadores y empresarios. La idea de conflicto distributivo, que ya había sido desarrollada por un conjunto de modelos poskeynesianos (ver por ejemplo Rowthorn, 1977), incorpora la idea de que la puja actúa como mecanismo propagador de la inflación. El mensaje esencial de la NAIRU es que los esfuerzos por reducir la tasa de desempleo observada por debajo de ella provocan presiones inflacionarias desencadenadas por el conflicto distributivo existente entre los agentes económicos involucrados en el proceso de negociación salarial.

Pese a que el marco conceptual de la NAIRU incorpora algunos rasgos políticos y sociales que enriquecen la idea original de TND, éste puede resultar insuficiente para definir la agenda de política económica referida al mercado de trabajo. Esto es así porque el análisis del desempleo debe ser complementado desde la perspectiva de las propiedades estructurales específicas a cada país.

En primer lugar, algunas versiones de la NAIRU la reinterpretan como una mera reformulación de la TND, en tanto se mantiene el objetivo teórico de validar la disociación entre el ciclo económico y el producto potencial. Esta visión pone en duda la efectividad de las políticas fiscal y monetaria para alterar el producto potencial de largo plazo, limitando su accionar a suavizar las fluctuaciones de la demanda agregada en torno a una tendencia determinística para el nivel de actividad en el largo plazo. En términos del mercado de trabajo, esta disociación se aplica a la diferenciación entre el componente cíclico y tendencial del

desempleo. El correlato de política económica de esta interpretación es la promoción explícita de la “pro-empleabilidad”, lo que en general ha derivado en políticas de flexibilización de las relaciones laborales (Galbraith, 1997; Mitchell y Muysken, 2008).

En segundo término, la NAIRU no logra capturar explícitamente el concepto de histéresis. En economía la idea de histéresis refleja el hecho de que el desempleo “estructural” es un fenómeno que depende de la propia historia de desempleo del país considerado. La desocupación duradera provoca en los individuos un empeoramiento de su calidad laboral. La pérdida de capacidad tiene que ver, por ejemplo, con el hecho de que participar del mercado de trabajo contiene economías de escala dinámicas en términos de aprendizaje (learning by doing). Estos procesos se exacerbaban en sociedades donde se observan cambios tecnológicos de gran velocidad. Es así como ante la ocurrencia de shocks que generen desempleo persistente, la TND (o la NAIRU) puede aumentar de manera permanente. Si este es el caso, entonces la NAIRU depende del historial de desempleo, de modo que en lugar de una única NAIRU, deberíamos hablar de un conjunto de ellas, que dependerían de las condiciones micro y macroeconómicas específicas a cada contexto histórico, político e institucional.

Finalmente, debe tenerse en cuenta que estos aportes académicos han sido pensados en general en el contexto de países desarrollados, por lo que sus implicancias de política no necesariamente son extrapolables a experiencias de países en desarrollo como Argentina. En particular, el concepto de la NAIRU es insuficiente para dar cuenta de aspectos estructurales que caracterizan a la economía argentina, entre los cuales destaca el problema de segmentación en el mercado de trabajo. Este punto se desarrolla a continuación con mayor detalle.

<sup>1</sup> Acrónimo que significa Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment (tasa de desempleo que no acelera la inflación).

### 3. Consideraciones Críticas Sobre el Concepto de TND en Países en Desarrollo

Varias son las dificultades teóricas y metodológicas existentes para precisar y medir la TND y la NAIRU en economías semi-industrializadas, abiertas y subdesarrolladas como la Argentina. En la mayoría de las economías en vías de desarrollo las deficiencias estructurales de su funcionamiento se expresan también en el mercado de trabajo, fundamentalmente a partir del surgimiento del sector informal. Esta modalidad de trabajo, que se encuentra a mitad de camino entre el empleo formal y el desempleo, imprime alteraciones sustanciales a los conceptos de TND y NAIRU.

En primer término, en estas economías la tasa de desempleo abierto no es un indicador cabal del desajuste en el mercado de trabajo. El ajuste por cantidades en estos mercados no sólo ocurre a través de variaciones en el nivel de desempleo, sino también de cambios en el nivel de empleo “refugio” que se genera en el Sector Informal Urbano (SIU). Sin oportunidades de empleo genuino, y sin contar con seguros o prestaciones por desempleo de amplia cobertura, las personas que no acceden a puestos en el sector formal no tienen más alternativa que recurrir al “autoempleo informal” para hacerse de ingresos (OIT 1991 y 1993). De esto resulta la conformación de un sector de actividades de muy pequeña escala, baja productividad y escasa regulación, con peso significativo en las estructuras productivas de estos países, que es función de las estrategias de supervivencia de los hogares<sup>2</sup>.

El hecho de que una menor actividad económica no solo ajusta por desempleo sino también por informalidad introduce dudas sobre la validez de un indicador como la TND, convencionalmente estimado en base a un promedio his-

tórico del nivel de desempleo abierto. En otras palabras, la TND no es un indicador robusto de la existencia o no de capacidad ociosa en el mercado de trabajo, y por lo tanto difícilmente ofrezca información relevante respecto del momento a partir del cual el mercado comenzará a “sobrecalentarse”. Al igual que la población desempleada, alguna fracción de la población ocupada en el SIU presiona sobre el mercado de trabajo y constituye una “reserva” para los períodos de expansión del sector formal.

Aún cuando la oferta relegada al sector informal presenta en términos medios cierto grado de desventaja en su empleabilidad respecto de la empleada por el sector formal, desde la perspectiva estructuralista la segmentación del mercado de trabajo está determinada por la escasez relativa de puestos de empleo genuinos que genera el sector capitalista. Se espera entonces que cuando las oportunidades de empleo formal se amplíen los trabajadores previamente desplazados (o alguna fracción de ellos) sean fácilmente absorbidos por el sector formal.

Reconocido el problema del empleo informal, el tratamiento de los “recursos ociosos” en el mercado de trabajo de la región no puede aislarse, como suponen los enfoques de la TND/NAIRU, del comportamiento de largo plazo de la demanda, ya que la informalidad es principalmente función de los problemas de sub-absorción laboral que ha caracterizado el desempeño de las economías en la región.

Cabe no obstante advertir que las actividades de muy pequeña escala que generan los hogares en nichos de mercado que presentan facilidad a la entrada están sujetas a mayores riesgos de mortalidad<sup>3</sup> que las de mayor ta-

<sup>2</sup> Aunque con reformulaciones en el período reciente, este enfoque fue desde la década de 1970 la base del pensamiento institucional y de propuestas de política productiva y de empleo de la OIT regional, adquiriendo también amplia difusión en los ámbitos de investigación académica. A este fenómeno contribuyó el financiamiento y, en gran medida, la instalación de una definición operativa del concepto adecuada a los Censos y Encuestas de Hogares de la región; que dio lugar a una amplia acumulación de investigaciones con estadísticas comparables.

<sup>3</sup> La relación inversa entre el tamaño de las empresas y los riesgos de mortalidad se encuentra ampliamente documentada. Ver para el caso argentino Castillo y otros 2000.

maño y capitalizadas. Además, estos sectores operan normalmente al margen de las regulaciones y normativas laborales, lo que deriva en una regulación también flexible de la cantidad de dependientes empleados, entre los cuales también se incluyen a familiares que trabajan sin percibir remuneración. Todos estos elementos tornan más volátil el empleo informal.

El SIU absorbe los “excedentes de oferta”, compensando los déficit de demanda del sector formal de la economía, pero al mismo tiempo es propenso a generar desempleo. Es así que, a pesar de la prédica neoliberal, allí donde no operan los salarios mínimos ni los convenios colectivos, y la economía funciona de manera más competitiva, el desempleo suele ser mayor que en el segmento más regulado y formal de la economía.

Finalmente, la segmentación del mercado laboral implica a su vez una segmentación del poder de negociación de los trabajadores. En la mayoría de los casos, la reducción del desempleo que se produce como contracara de un aumento en el empleo informal no ejerce las mismas presiones sobre la distribución del ingreso que una reducción del desempleo provocada por un incremento del empleo formal.

Esto también tiene consecuencias sobre el modo en que se entiende el rol de la NAIRU como determinante de la inflación.

## 4. Desempleo y Segmentación Laboral en Argentina

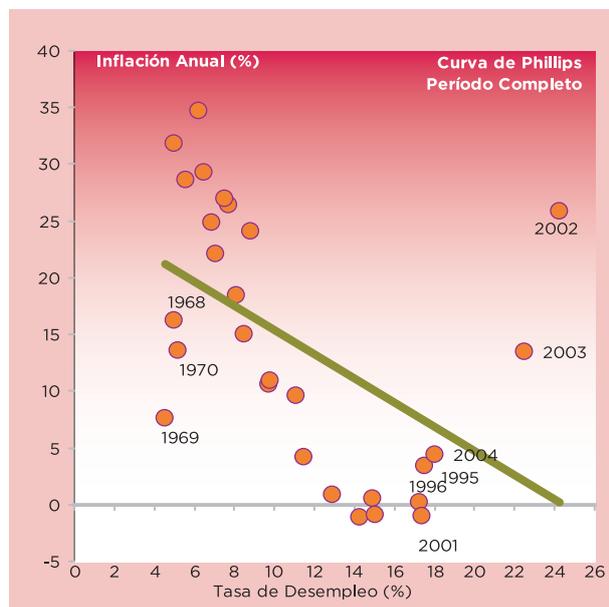
### 4.1 ¿Es la TND un Buen Indicador del Desempleo Estructural?

La TND se convirtió en un concepto en boga mucho antes de que se llegase a un consenso sobre sus fundamentos, su definición y utilidad. Su amplia efectividad discursiva y su inclusión dentro de las agendas de política contrasta con las dificultades para volver el concepto operativo a nivel empírico, y para tornar efectivas sus predicciones respecto de los niveles de inflación.

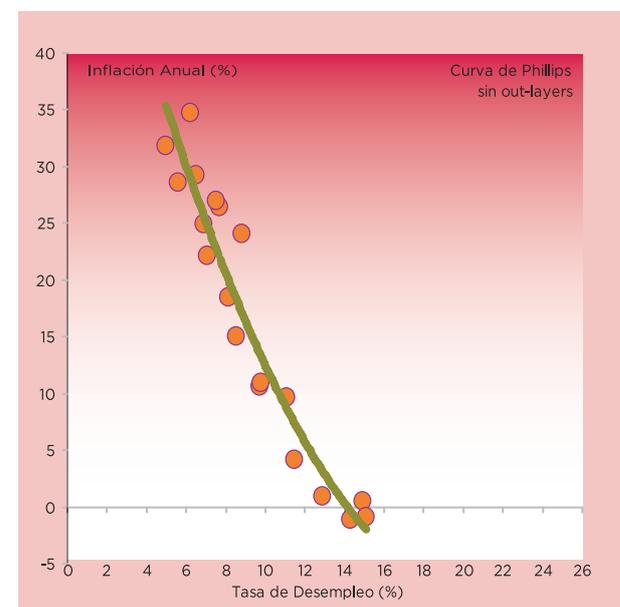
A modo de ejemplo, del Gráfico 1 se puede inferir que la relación entre inflación y desempleo que sirve de base para los conceptos de NAIRU y TND para el caso argentino es difícil de identificar. Asociar la TND con el cruce de la regresión simple estimada con el eje de abscisas (24%) no permite alcanzar ninguna conclusión relevante. El problema persiste incluso

**Gráfico 1**  
**Inflación y Desempleo. Argentina 1963-1971 y 1991-2010.**

(a) Período Completo



(b) Sin Outliers



Fuente: elaboración propia en base a EPH-INDEC y Cuentas Nacionales.

cuando se excluyen los períodos de hiperinflación, donde el corte se produce en una tasa de desempleo de alrededor de 14%. Resulta además evidente el costo social excesivo al que conduciría adherir a este esquema interpretativo.

En los estudios que abordan la relación entre inflación y desempleo es frecuente encontrar que el nivel tendencial del desempleo es tomado como un indicador del nivel estructural, relacionado con problemas de fricción o *matching*.<sup>4</sup> Un ejercicio simple de descomposición<sup>4</sup> de la serie de desempleo en tendencia y ciclo, permite observar que en la Argentina el componente tendencial es hoy mucho más elevado que en el pasado (ver Gráfico 2). Mientras que en la década de 1980 dicho nivel se situaba en torno al 5%, luego del período de cambio estructural implementado en la década de 1990, el desempleo tendencial se sitúa actualmente en torno al 8%.

Más allá de la discrepancia entre los diferentes métodos de estimación de la TND, lo que interesa aquí destacar es que las variaciones que presenta la tendencia del desempleo en el caso argentino son muy marcadas y exceden el marco de las pequeñas alteraciones que podrían ser explicadas por cambios de estructura que afecten el grado de fricción en el mercado.

## 4.2 Desempleo e Informalidad en Argentina

Tal como se examina a continuación, las variaciones del desempleo pueden ser entendidas con mayor profundidad cuando se propone que éstas han sido influenciadas por los patrones de informalización de la estructura ocupacional<sup>5</sup>.

Como predice la tradición estructuralista, las ocupaciones informales jugaron un importante rol compensador en el principal aglomerado urbano del país; respondiendo de manera relativamente exitosa frente al insuficiente dinamismo del empleo del sector formal (ver Gráfico 3) así como las oscilaciones cíclicas del empleo en dicho sector (ver Gráfico 4). Hasta 1992, esto habría permitido atravesar las primeras etapas de la reestructuración neoliberal y el estancamiento productivo de la década del ochenta, sin incrementos significativos del desempleo.

En un período de contracción de las oportunidades de empleo formal en la industria y de fuerte represión del colectivo asalariado como fue la segunda mitad de los setenta, muchos de los trabajadores desplazados de la industria se refugiaron en las actividades por cuenta propia. Es justamente este movimiento hacia el trabajo informal el que contribuyó para que la tasa de desempleo se mantuviera en un nivel muy bajo, de alrededor del 3%<sup>6</sup>, a pesar del profundo cambio ocupacional, que afectó particularmente a la población masculina. Asimismo durante la década del ochenta la falta de dinamismo del sector formal fue compensada por el lento crecimiento de la oferta y la creación de puestos informales.

De esta regla se sustrajo la década de 1990, cuando por primera vez el empleo informal pasó a acoplarse a la dinámica del sector formal y este cambio coincidió con el incremento del nivel tendencial del desempleo. Allí donde el SIU dejó de actuar como un refugio, el desempleo se elevó de manera sostenida.

Las actividades informales fueron altamen-

<sup>4</sup> Para una crítica del uso de filtros estadísticos como los de Kalman, el filtro de Baxter y King, o Hodrick & Prescott, en la estimación de la TND/ NAIRU ver Teixeira da Silva Filho, 2007.

<sup>5</sup> Siguiendo las recomendaciones de la Resolución Sobre las Estadísticas del Empleo en el Sector Informal de la OIT de 1993, se consideraron dentro del sector informal a los trabajadores por cuenta propia sin calificación profesional, a los patrones y asalariados de micro-establecimientos de hasta 5 ocupados, a los trabajadores familiares sin salario y a los trabajadores del servicio doméstico en hogares privados. Por oposición, los asalariados y patrones de unidades productivas de más de 5 ocupados, los asalariados del sector público y los trabajadores por cuenta propia de calificación profesional fueron considerados como pertenecientes al sector formal de la economía.

<sup>6</sup> Algunos autores sostienen que los bajos niveles de desempleo se debieron a la contracción de la oferta. Sin embargo, las distintas correcciones de la tasa de desocupación abierta para incorporar el retiro de la "oferta desalentada" no la llevan ni en el ejercicio más exigente de estimación a superar el 6% de la PEA (Beccaria y Orsatti 1979).



## Gráfico 4

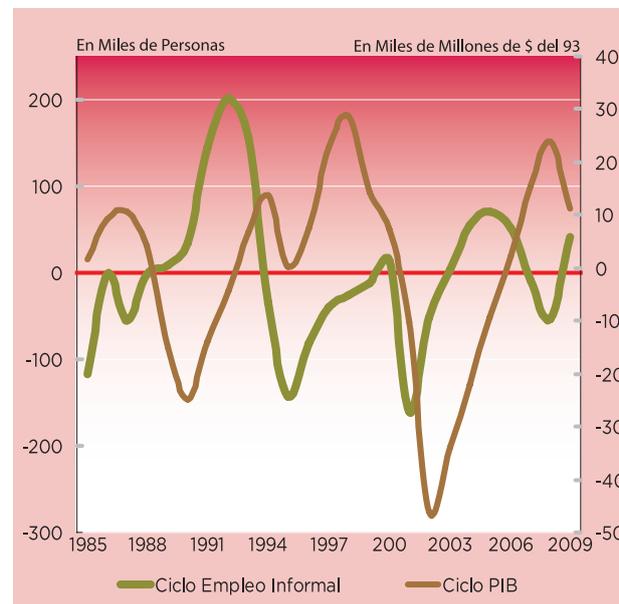
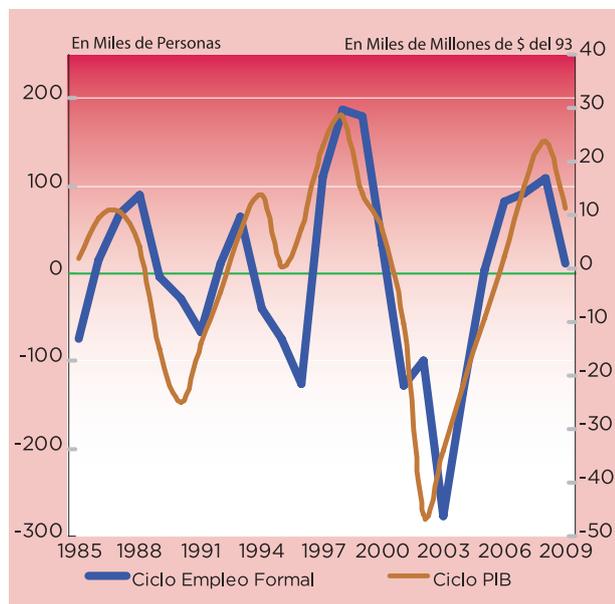
### Componente Cíclico del Empleo en el Sector Formal y en el Sector Informal. GBA.

Período 1985-2009.

En Miles de Personas y en Miles de Millones de Pesos del 1993

Ciclo Empleo Formal y PIB

Ciclo Empleo Informal y PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la EPH-INDEC y Cuentas Nacionales.

de trabajadores desplazados por las racionalizaciones de personal de las privatizaciones y las reestructuraciones de empresas. Sin embargo, estos emprendimientos fueron poco viables en el tiempo. Hacia octubre de 1993, luego de alcanzar su máximo histórico en el GBA, el cuentapropismo informal comenzó a disminuir su participación y su peso absoluto en el empleo. De modo que lejos de morigerar la crisis laboral que sobrevino a mediados de la década del noventa (durante la cual el desempleo llegó a afectar a más del 20% de la PEA) el trabajo por cuenta propia informal fue el principal responsable de la pérdida de puestos. Esto explica por qué el Seguro por Desempleo, introducido como derecho laboral en 1991 y destinado a atender a la población de trabajadores cesantes de empleos registrados ante la seguridad social<sup>7</sup> tuvo una muy baja cobertura, inferior al 10% de la población desocupada.

Entre otros factores que explican este comportamiento se menciona la desregulación en varios mercados y los cambios que se produjeron en los precios relativos como consecuencia de la apertura económica y la apreciación cambiaria. Estos factores habrían afectado negativamente el desarrollo de las actividades informales arraigadas en la cultura laboral argentina (Cimillo, 2000; Beccaria, Carpio y Orsatti, 2000). Elementos tales como el bajo costo de reposición de los bienes importados en relación al costo de los servicios de reparación, el más fácil acceso al crédito por parte de los consumidores y la radicación de grandes supermercados, entre otros, habrían alterado los espacios tradicionales que ocupaban las actividades por cuenta propia en la esfera de la circulación, dificultando su viabilidad.

Otra hipótesis planteada fue que en el “sector refugio” se produjo una saturación (Monza,

<sup>7</sup> Son elegibles para recibir este beneficio los trabajadores asalariados desocupados en forma involuntaria, que certifiquen haber sido despedidos “sin justa causa” de un empleo registrado debiendo los mismos contar con aportes a la seguridad social durante al menos 12 meses de los 36 previos a la cesantía. Se excluye de este beneficio a los desocupados de la construcción, el servicio doméstico, el sector público y las actividades rurales, dado su vinculación a marcos regulatorios atípicos y/o donde el período de desocupación temporaria queda contemplado.

2000; Schvarzer, 1997). Desde esta perspectiva se asumía que el incremento en la cantidad de oferentes que habían ingresado a los nichos de mercado informales había deprimido el ingreso medio de los trabajadores informales, produciendo pobreza y, sobre todo, mortalidad de emprendimientos. Según esta última versión, luego de que el SIU incrementara en más de 11 puntos porcentuales su participación en el empleo entre mediados de los años 70 y principios de los 90, su capacidad de absorción habría encontrado rápidamente un techo en los primeros años del régimen de la convertibilidad.

En el escenario pos-devaluatorio la participación del SIU ha sido decreciente, lo que constituye la contracara de la “función refugio”, gracias a un contexto de fuerte crecimiento de las oportunidades de empleo en el sector formal y de reducción sostenida del desempleo. Además, aunque con menor sensibilidad que en el pasado, el SIU parece haber retomado las funciones que normalmente desempeñaba. Al menos tal parece haber sido su respuesta en el período recesivo reciente asociado a la crisis internacional, donde incrementó levemente su participación en el empleo.

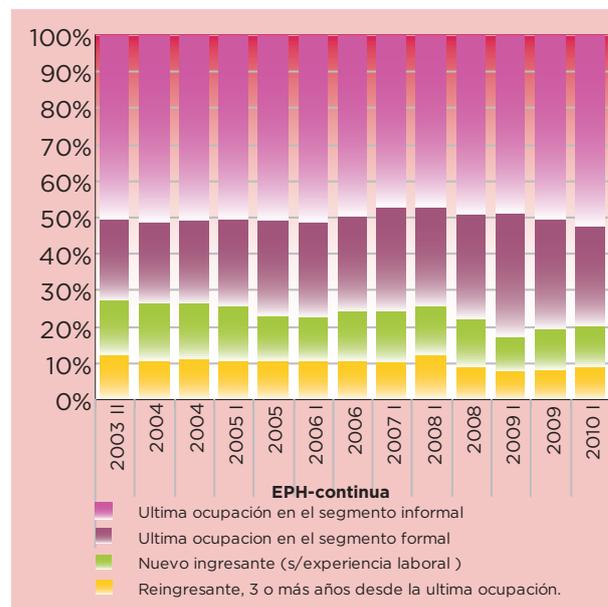
Un análisis más minucioso obliga a destacar que no sólo importan los niveles de la informalidad sino sus características. El hecho de que el SIU esté mayormente compuesto por ocupaciones de tipo “changa” o bien por emprendimientos más estructurados tiene diferentes implicancias. Justamente, el cambio de dinámica de la informalidad en los años 90 parece estar asociado a la crisis del cuentapropismo más tradicional que distinguió por décadas al SIU argentino en el contexto latinoamericano.

Tal como fuera indicado, el SIU genera empleo de manera muy dinámica y contribuye a suavizar las fluctuaciones del nivel de actividad sobre el empleo. Sin embargo, el costo es que las actividades informales son por definición más inestables que las formales. Al evaluar la

composición del desempleo según su origen (ver Gráfico 5) se observa que, aunque con variaciones, alrededor de un 50% de los desocupados proviene de una ocupación anterior en el sector informal. Si bien es difícil extraer conclusiones definitivas porque no se cuenta con información para un período más amplio, esto sugiere que el desempleo contiene un fuerte componente estructural que tiene que ver con la segmentación del mercado de trabajo. Cabe por lo tanto esperar que la absorción productiva de estos segmentos, o su formalización, sea la variable clave que opere en la reducción de los niveles de desempleo con los que opera normalmente la economía.

El análisis de los flujos de entrada y salida a las distintas categorías laborales ofrece una alternativa para explicar la influencia del SIU en

**Gráfico 5**  
**Composición del Desempleo**  
Según Situación Laboral Previa.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la EPH-INDEC. Continua.

la dinámica del desempleo. En el Cuadro 1 se presentan indicadores de movilidad laboral estimados a partir de matrices de transición de estados<sup>8</sup>. Allí se observa que las tasas de entrada y salida se alteran de acuerdo con la

<sup>8</sup> Una matriz de transición es una tabla en la cual se tabulan las frecuencias cruzadas de la misma variable observada en dos períodos o fechas diferentes. Las celdillas marginales representan cantidades existentes en un momento dado (stocks), mientras las celdillas interiores representan los sujetos que se movieron de un estado inicial a un estado final en un determinado período de tiempo (flujos).

## Cuadro 1

### Tasa de Entrada y Salida al Desempleo Según Procedencia y Destino de los Desocupados.

|                                  | Valores Promedio 2003-2009 | Período Expansivo III 2006 II 2007 (a) | Período Recesivo III 2008 II 2009 (b) | Variación Porcentual |
|----------------------------------|----------------------------|--|---------------------------------------|----------------------|
| Tasa de entrada al desempleo *   | 66,2                       | 64,9                                   | 85,5                                  | 31,7                 |
| % procedente del Sector Formal   | 9,5                        | 9,2                                    | 13,2                                  | 43,3                 |
| % procedente del Sector Informal | 23,7                       | 18,8                                   | 36,2                                  | 92,6                 |
| % procedente de Plan de Empleo   | 1,6                        | 1,6                                    | 0,6                                   | -62,7                |
| % procedente de la inactividad   | 31,4                       | 35,3                                   | 35,5                                  | 0,6                  |
| Tasa de Salida del desempleo **  | 74,6                       | 87,5                                   | 71,5                                  | -18,3                |
| % sale hacia el Sector Formal    | 16,5                       | 20,8                                   | 12                                    | -42,2                |
| % sale hacia el Sector Informal  | 27,7                       | 34,7                                   | 26,2                                  | -24,5                |
| % sale por Plan de Empleo        | 0,9                        | 0,4                                    | -                                     |                      |
| % sale hacia la inactividad      | 29,6                       | 31,6                                   | 33,3                                  | 5,5                  |

\*Tasa de entrada: Ocupados e inactivos en t que en t+1 se encuentran en el desempleo, sobre el promedio de desempleados en t y en t+1.  
\*\*Tasa de Salida: Desocupados en t, que en t+1 ya no se encuentran en dicho estado, sobre el promedio de desempleados en t y en t+1.

fase del ciclo. Así, mientras que en el período 2006-2007 la cantidad de personas que ingresaban al desempleo en un intervalo de alrededor de 9 meses equivalía a un 64% del stock de personas desempleadas, en el período recesivo de 2008-2009 dicho nivel se elevó al 85%.

Al descomponer los indicadores de movilidad de acuerdo con su origen, se observa que el sector informal, a pesar de tener un tamaño absoluto inferior, más que duplica el aporte que el sector formal efectúa a la tasa de entrada al desempleo en el período 2003-2009 (23,7% en relación a 9,5%). A su vez, el aporte a la tasa de salida del desempleo es un 67% mayor que la del sector formal.

También es posible apreciar que mientras las transiciones entre el desempleo y la inactividad (asociadas a procesos demográficos regulares de entradas y salidas del mercado de trabajo por cuestiones de edad) mantienen relativamente estable su contribución a la dinámica del desempleo durante las distintas fases del ciclo, las de origen laboral varían más estrechamente con el ciclo. Así por ejemplo,

durante la crisis internacional (2008-2009) los trabajadores procedentes del sector informal prácticamente duplicaron el ingreso al desempleo respecto del período 2006-2007, mientras que los trabajadores cesantes del sector formal lo hicieron en un 42%. En igual período se contrajo la probabilidad global de salir del desempleo, pero sobre todo lo que se redujo fue la facilidad de abandonar el estado de búsqueda activa de empleo a partir del ingreso a un puesto en el sector formal. Por su parte, las probabilidades condicionales de salir del desempleo entrando al sector informal se contrajeron menos (24% en relación al 42% del sector formal), dando cuenta de que este sector presenta menores barreras al ingreso.

### 4.3 Desempleo, Informalidad y Educación

Desde la perspectiva adoptada, la segmentación no se origina por problemas de calidad o inadecuación de la oferta, sino por la escasez de la demanda de empleo formal. En tal sentido, la situación no se encuadra dentro de los problemas de matching que reconoce la teoría

ortodoxa, ni puede en consecuencia resolverse a través de políticas de capacitación y entrenamiento de la mano de obra subempleada o desempleada.

No obstante esto, la oferta que excede a las vacantes del sector formal tiende a presentar cierto grado de desventaja en su perfil educativo. Esto ocurre porque luego de definirse en un mercado distinto del de trabajo el nivel de mano de obra requerido, su reclutamiento y selección se da a través de los ordenamientos y jerarquías sociales que definen la “fila” de potenciales ingresantes (Thurow, 1983; Granovetter y Tilly, 1988). Los empresarios así reclutan a los trabajadores más educados lo que en teoría les garantiza el menor costo de entrenamiento en el puesto de trabajo. El problema específico de los mercados de trabajo de las economías en vías de desarrollo es que aún antes de llegar a ser clasificada como “inempleable” -lo que ocurre en el extremo de la cola- la oferta comienza a ser excedente. En otros términos, el sector formal llena sus vacantes mucho antes de absorber a los trabajadores aptos para sus puestos de trabajo. Quedan así relegados al sector informal trabajadores con igual competencias que los empleados por el sector formal.

En el Gráfico 6 se observa que si bien la población ocupada en el SIU cuenta con una cantidad de años de educación menor que la empleada por el sector formal -siendo su educación promedio incluso inferior a la de la población de desocupados- el 40% más educado del SIU posee 12 o más años de educación formal (secundario completo), y por tanto no difiere de los parámetros de empleabilidad del sector formal. Así el ordenamiento de las diferentes poblaciones de acuerdo a la cantidad de años de educación hace evidente que buena parte de los trabajadores del sector informal puede competir por los puestos formales.

Justamente en este tipo de mercado de trabajo la segmentación se expresa en el cambio que se produce en los ingresos, en el acceso a beneficios y en la estabilidad, cuando el mismo individuo transita de un segmento a otro de la economía. Los desplazamientos entre estos sectores son frecuentes y forman parte del ajuste corriente que caracteriza a este tipo de mercados.

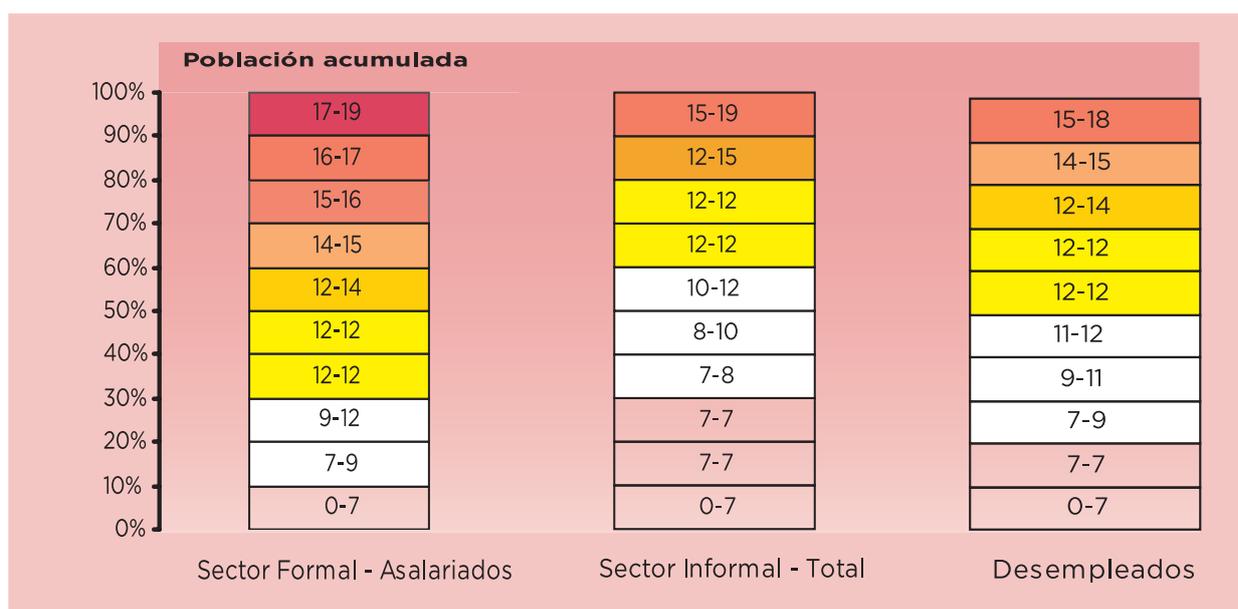
## 5. Conclusiones

El desempleo estructural no ha sido tratado por la literatura macroeconómica estándar

### Gráfico 6

#### Deciles de Años de Educación Formal. Límite Superior e Inferior del Decil

Total de Aglomerados EPH. Trimestre II. 2010



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la EPH-INDEC.

como un problema relacionado con las políticas de demanda agregada, sino como un concepto de equilibrio necesario, solo obstruido por políticas pública intrusivas que dificultan el accionar eficiente del sector privado y los mecanismos automáticos de ajuste. Esta percepción, que queda reflejada en el concepto de tasa natural de desempleo, ha desplazado el interés por reducir el desempleo mediante políticas activas hacia un mayor protagonismo de las políticas antiinflacionarias. Detrás de estas recomendaciones aparece la idea de un sector privado eficiente y estable, y un Estado ineficaz e irresponsable.

Aquí se mostró que esta perspectiva es más que insuficiente para tratar un problema tan delicado como el del desempleo, porque omite analizar las propiedades estructurales que caracterizan a las economías no desarrolladas, muchas de las cuales pueden literalmente revertir los argumentos macroeconómicos presentes en la TND o en la NAIRU.

Una implicancia de abordar la cuestión del desempleo desde esta perspectiva es que deberíamos dedicar más esfuerzo a estudiar el desempleo real que a estimar números concretos que reflejen tasas naturales. Es perfectamente posible que números aparentemente “bajos” de desempleo no reflejen problemas estructurales insalvables, o que tasas elevadas de desocupación se transformen en límites difíciles de reducir. En cualquier caso, estudiar en detalle la anatomía del desempleo constituye un aporte esencial.

En el caso de Argentina, quizás la propiedad central del mercado de trabajo sea la existencia de una porción decreciente pero aun no desdeñable de informalidad laboral. Esta Nota sugiere que los procesos de formalización de las actividades económicas pueden contribuir decisivamente en la reducción del desempleo y hacerlo converger al nivel compatible con el normal desenvolvimiento de una economía con objetivos explícitos de inclusión social.

El concepto de TND lleva implícito la existencia de una brecha entre las capacidades de la

oferta de trabajo y las necesidades de las firmas. En Argentina, no se perciben diferencias sustanciales entre el nivel educativo de los trabajadores informales y los desempleados por un lado, y los trabajadores formales por el otro. Esto niega que en Argentina no sea posible reducir aun más la tasa de desempleo por debajo de los niveles actuales sin por ello crear presiones inflacionarias.

Pese a que alguna fracción de los desempleados y los informales gozan de niveles educativos relativamente altos, su nivel de ingresos es menor. Esto es así porque estos no dependen sólo de su capital humano sino de la posibilidad de “activarlo” en una actividad concreta. La consecuencia directa de esto es que la fuerza de trabajo inserta en el sector menos estructurado no recibe las remuneraciones que corresponderían a su nivel de educación en el sector formal de la economía creando una brecha entre sus salarios potenciales y sus salarios efectivos.

En suma, las políticas que propendan a la creación de puestos de empleo formal no solo disminuyen la informalidad, sino que indirectamente contribuye a reducir la tasa de desempleo estructural de la economía. Esto significa una menor tasa de desempleo de largo plazo sin el costo de eventuales presiones inflacionarias.

## Referencias

BECCARIA LUIS, y ALVARO ORSATTI (1979) “Sobre el tamaño del desempleo oculto en el mercado de trabajo urbano de la Argentina” *Revista Desarrollo Económico* Vol.19. N.74

BECCARIA LUIS, JORGE CARPIO, y ALVARO ORSATTI (2000) “Argentina: informalidad laboral en el nuevo modelo económico” en Carpio, Klein y Novacovsky (comp.) *Informalidad y Exclusión social OIT-SIEMPRO-FCE*, Buenos Aires.

CASTILLO VICTORIA Y OTROS (2002) “Dinámica del empleo y rotación de empresas: la experiencia en el sector industrial de Argentina desde mediados de los años noventa” en *Serie Estudios y Perspectivas* N° 9, CEPAL, Buenos Aires.

- CIMILLO, ELSA (2000) "Empleo e ingresos en el sector informal en una economía abierta: el caso Argentino" en Carpio, Klein y Novacovsky (comp.) Informalidad y Exclusión social OIT-SIEMPRO-FCE, Buenos Aires.
- FRIEDMAN, M. (1968). "The role of monetary policy" *American Economic Review*, 58, 1-17.
- GALBRAITH, J.K. (1997). "Time to ditch the NAIRU" *Journal of Economic Perspectives*, 11(1), 93-108.
- GRANOVETTER MARK Y CHARLES TILLY, C. (1988) "Inequality and labor proceses" in Smelser (ed) *Handbook of Sociology*. Sage publications.
- INDEC (2003) La nueva Encuesta Permanente de Hogares en la Argentina. Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, Buenos Aires.
- LAYARD, R., S. NICKELL AND R. JACKMAN (1991). *Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market*, 2nd edn 2005, Oxford: Oxford University Press.
- MITCHELL, W AND J. MUYSKEN (2008). *Full Employment Abandoned. Shifting Sands and Policy Failures*, Edward Elgar. Cheltenham, UK - Northampton, MA, USA.
- MONZA, ALFREDO (2000) "La evolución de la informalidad en el área metropolitana en los años noventa, Resultados e interrogantes" en Carpio, Klein y Novacovsky (comp.) *Informalidad y Exclusión social*, Buenos Aires, OIT-SIEMPRO-FCE.
- PHELPS, E. (1968). "Phillips curves, expectations of inflation and optimal unemployment over time: Reply," *Economica*, 35(139), 288-96.
- PHILLIPS, A.W. (1958). "The relation between unemployment and the Rate of change of money - wage rates in the United Kingdom, 1861-1957," *Economica*, 45, 283-99.
- OIT (1991) *El Dilema del Sector no Estructurado*, Memoria, OIT.
- OIT (1993) "Resolución sobre estadísticas del empleo en la economía informal" decimoquinta Conferencias Internacional de Estadísticos del Trabajo.
- OIT (2002), *El empleo decente y la Economía Informal; Informe del Director General*;
- Conferencia Internacional sobre el Empleo, 90ava Sesión; Informe VI; Oficina Internacional del Empleo, Ginebra.
- ROWTHORN, R.E. (1977). "Conflict, inflation and money," *Cambridge Journal of Economics*, 1, - 215-39.
- SAMUELSON, P.A. AND R.M. SOLOW (1960). "Problem of achieving and maintaining a stable price level: Analytical aspects of anti-inflation policy," *American Economic Review*, 50, 177-94.
- TOKMAN, VICTOR (1981) "Dinámica del subempleo en América Latina", en *Estudios e informes de la CEPAL N. 10*, Santiago, PREALC.
- SCHVARZER, JORGE (1997) "El régimen de regulación salarial en la Argentina moderna. Aproximación a sus condiciones globales." CI-SEA, Centro de Investigación de la Situación del Estado Administrativo, Buenos Aires, Argentina.
- TEIXEIRAS DA SILVA FILHO, TITO NICIAS (2007) "La tasa natural de desempleo en Brasil, Chile, Colombia y Venezuela: algunos resultados y desafíos" presentado en XII Reunión de la Red de Investigadores de Bancos Centrales del continente americano (CEMLA)
- THUROW, LESTER (1983) "Un modelo de competencia por los puestos de trabajo". En PIORE, J. (Comp.) *Paro e inflación*. p.67-74. Ed. Alianza Editorial, Madrid.



# Finanzas Públicas



# Finanzas Públicas

## Resultado Fiscal, Deuda y Financiamiento

En el tercer trimestre del año, el resultado primario del Sector Público Nacional No Financiero (SPNNF) totalizó \$ 9.864,5 millones lo que implica un crecimiento de \$ 8.333 millones en relación al saldo obtenido durante el mismo periodo de 2009. El resultado financiero resultó superavitario en \$ 4.878 millones, cifra que contrasta fuertemente con el déficit de \$ -2.994 millones obtenido en III.09. De esta manera, se consolida la mejora en las cuentas fiscales iniciada a comienzos de año, registrándose saldos positivos tanto en el resultado primario como financiero por segundo trimestre consecutivo. La recuperación de los excedentes fiscales obedece a un crecimiento de los ingresos totales (+47,0% anual) por encima del gasto total y del gasto primario (33,0% y 34,6% respectivamente).

En lo que respecta a las erogaciones, los gastos de capital exhibieron su primera aceleración en relación al trimestre precedente (+24,5 p.p a 35,2% anual), luego de cuatro trimestres consecutivos de moderación en su tasa de crecimiento. Esta fuerte aceleración impulsó el gasto primario, que mostró un crecimiento de 34,6% anual, la tasa más elevada desde IV.08.

En relación a los recursos, los ingresos Tributarios continúan creciendo a tasas elevadas, en sintonía con el dinamismo del nivel de actividad interno: se expandieron en III.10 un 46,4% anual (\$ 17.304 millones adicionales). Por su parte, las Contribuciones a la Seguridad Social registraron una suba de 31,3% anual, representando un 30% del total de los ingresos corrientes.

Finalizado el tercer trimestre del año y en el marco de lo establecido por el artículo 38 de la Carta Orgánica del BCRA, en Rentas de la Propiedad se imputaron utilidades por \$ 6.000 millones (\$ 3.000 millones en los me-

ses de julio y septiembre). Asimismo, durante el mes de agosto se registraron entre los recursos corrientes de las Instituciones de la Seguridad Social \$ 533 millones en concepto de utilidades del Fondo del SIPA.

En términos relativos al PIB, el resultado primario se ubicó en 2,2% y el financiero en 0,2%, lo que implica una mejora de 0,5 y 0,6 p.p del PIB, respectivamente, respecto del trimestre precedente.

Las emisiones de deuda del Tesoro en moneda extranjera sumaron U\$S 918 millones. La gran mayoría (89,2%) correspondió a emisiones de Discount en dólares bajo ley argentina. El resto correspondió a dos letras suscriptas por organismos del SPNNF.

Las colocaciones en pesos sumaron \$ 1.748 millones. El 60% correspondió a desembolsos del BNA, que acumulados a septiembre del corriente año suman \$ 5.213 millones. Asimismo, el Tesoro emitió también letras por \$ 710 millones a otras dependencias del SPNNF.

El canje con los holdouts culminó en el mes de agosto con la emisión de U\$S 1.079 millones de Bonos Discount en dólares, € 1.950 millones de Bonos Discount en euros, \$ 138 millones de Bonos Discount en pesos y ¥ 2.553 millones de Bonos Discount en yenes. Por su parte, la emisión de Bonos Par se distribuyó de la siguiente forma: Bonos Par en dólares U\$S 181 millones, € 1.426 millones en Bonos Par en Euros, \$ 12 millones de Bonos Par en pesos y ¥ 842 millones de Bonos Par en yenes. Asimismo, se efectuó una emisión por U\$S 950 millones de Bonos Global 2017 en dólares y el pago en efectivo de U\$S 146 millones, este último a los tenedores de títulos que no hubiesen ingresado al Canje en 2005 y fueran a recibir bonos Par en la presente reestructuración. Por otra parte, se emitieron los respectivos Valores Ligados al PIB que, denominados en sus respectivas monedas, sumaron U\$S 3.132 mi-

llones, € 7.140 millones, \$ 59 millones y ¥ 7.935 millones.

## Ingresos

En el tercer trimestre del año, los Ingresos Corrientes del SPNNF exhibieron un alza de 47,1% anual impulsada por los ingresos tributarios, los cuales explicaron un 58,5% de la suba total al registrar un crecimiento de 46,4% en relación a III.09. Por su parte, las Contribuciones a la Seguridad Social se incrementaron un 31,3%, contribuyendo en un 22% a la suba de los ingresos totales.

La buena performance exhibida por los Ingresos Tributarios en el trimestre se explica por el buen desempeño exhibido por los tributos vinculados al nivel de actividad interno<sup>1</sup> y los impuestos vinculados al comercio exterior.

En lo que respecta al Impuesto al Valor Agregado neto de devoluciones (IVA), en el III.10 el mismo exhibió un crecimiento de 34,2% en relación al mismo periodo de 2009, lo que implica la mayor alza en dos años. A nivel desagregado, el IVA DGI (vinculado al consumo interno) se aceleró respecto de los últimos trimestres, alcanzando una suba anual de 26%. Por otro lado, el IVA recaudado por la Dirección General de Aduanas en concepto de pagos directos y retenciones, se incrementó un 46,1% anual, impulsado por mayores volúmenes de las importaciones y una leve depreciación del tipo de cambio nominal.<sup>2</sup>

Esta divergencia entre DGI y Aduana se explica, al menos parcialmente, por la fuerte recuperación registrada este año en la adquisición de bienes de capital y sus piezas y accesorios importados que aumentó la recaudación de Aduana y redujo la de DGI. Esto se debe a que estos bienes están alcanzados por el IVA con tasa reducida (10,5%) en Aduana y a quien los

adquiere y los utiliza en el proceso productivo le generan créditos fiscales que descuenta de sus débitos fiscales de IVA DGI.

Los Aportes y contribuciones a la Seguridad Social finalizaron el trimestre con un crecimiento de 31,2% anual. A nivel desagregado, los Aportes Personales exhibieron una suba de 32% anual, ante el aumento de las remuneraciones imponibles y un incremento en el empleo registrado. Por su parte, las Contribuciones Patronales se expandieron un 31,4% en relación al mismo trimestre del año anterior.

Los derechos de exportación (D.E.) exhibieron en III.10 un alza de 76,0% anual, lo que implica una renovada aceleración en relación a los trimestres anteriores. Este crecimiento se explica por el incremento del tipo de cambio nominal, la recuperación de las exportaciones de Productos Primarios (las cuales experimentaron una suba de 106,3% anual en valores) y la recuperación de los precios internacionales del petróleo crudo que produjo la elevación de la alícuota abonada por los hidrocarburos<sup>3</sup>.

En lo que respecta a los Derechos de Importación (D.I), los mismos continúan creciendo a una tasa elevada (+60,3% anual en III.10). Este comportamiento se explica, principalmente, por el incremento de los volúmenes importados, en especial material de transporte, máquinas y aparatos y productos químicos.

La recaudación de Impuesto a las Ganancias también tuvo un desempeño destacado, al incrementarse un 34,9% anual, lo que implica una sólida suba en términos reales. Este comportamiento resalta aún más si se tiene en cuenta que gran parte de la recaudación de este impuesto tiene un rezago de un año, al pagarse adelantos de acuerdo a las ganancias obtenidas en el ejercicio anterior. Parte de la explicación se origina en que en la segunda

<sup>1</sup>El Estimador Mensual de Actividad Económica en el primer semestre del año arrojó una suba de 9,0% anual.

<sup>2</sup>Las importaciones se incrementaron en III.10 un 41,8% anual en cantidades, mientras que el tipo de cambio se depreció un 2,9% en el mismo periodo.

<sup>3</sup> La alícuota de los principales hidrocarburos surge de una fórmula asociada al precio internacional del aceite crudo de petróleo.

parte del año pasado se permitió a las empresas a reducir sus adelantos (que, por otra parte, redujeron la base de comparación del segundo semestre de 2010), ante la expectativa de la obtención de ganancias menores como consecuencia de la crisis internacional. Como finalmente la rentabilidad fue superior a la esperada, el impuesto determinado también fue mayor y con él lo fueron los adelantos dispuestos durante este año. Asimismo, se registró un buen nivel de ingresos por el lado de personas físicas, por el incremento de salarios y en consecuencia de la recaudación por las retenciones, a pesar del efecto negativo del aumento del mínimo no imponible resuelto en los regímenes de retenciones y anticipos.<sup>4</sup>

Por último, en III.10 la recaudación en concepto del impuesto a los Créditos y Débitos en Cuenta Corriente se expandió un 36% en relación al mismo trimestre de 2009, lo que implica la mayor alza desde 2003. El crecimiento se explica por el aumento de las transacciones gravadas.

## Gastos

El Gasto Corriente exhibió en III.10 un crecimiento de 32,6% anual, en línea con el observado en los últimos trimestres y 2 p.p por encima del trimestre anterior. Este incremento se vio impulsado por una aceleración de los gastos en concepto de Gastos de Consumo y Transferencias Corrientes al sector privado.

En relación a los Gastos de Consumo, éstos se expandieron un 31,8% anual, tasa levemente por debajo de la registrada el trimestre precedente. Esta suba se explica por el crecimiento en los gastos en Remuneraciones vinculados a los incrementos salariales otorgados. En este sentido afectaron positivamente el Decreto N° 799/10 que contempla incrementos del 10% a partir de junio y otro equivalente desde el mes de agosto en las retribuciones del personal permanente y no permanente incluido en

el Convenio Colectivo de Trabajo General de la Administración Pública Nacional (Decreto N°214/06); los aumentos en igual porcentaje dispuestos para el personal de ANSeS; así como las mejoras salariales para el Poder Judicial, el Ministerio Público, el Poder Legislativo y para el personal de las fuerzas armadas y de seguridad.

Las erogaciones en Bienes y Servicios se incrementaron 25,9% en relación al mismo trimestre de 2009. Influyeron en este aumento gastos relacionados al planeamiento y realización del Censo Nacional de Población, Hogares y Vivienda y gastos asociados a la emisión y comercialización de los derechos del fútbol argentino a través de la televisión pública en el marco del “Programa Fútbol para Todos”.

En lo que respecta a las Transferencias Corrientes, las mismas se aceleraron en relación a los trimestres anteriores, registrando una suba de 40,4% anual. A nivel desagregado el componente más dinámico resultan las Transferencias al Sector Privado, con un alza de 45,7% anual. Influyó positivamente en la comparación la Asignación Universal por Hijo para la Protección Social (Decreto N° 1.602/09) y la elevación de los montos de las Asignaciones Familiares (Decreto 1729/2009) dispuesta a partir de octubre de 2009. El incremento en las Transferencias al Sector Privado fue parcialmente compensado por la reducción en la atención del Plan Familias por la Inclusión Social y el Plan Jefes de Hogar.<sup>5</sup>

Las transferencias corrientes al Sector Público tuvieron un alza en III.10 de 26% anual, cifra en línea con el promedio de los últimos cuatro trimestres. El crecimiento de las transferencias al sector público se corresponde con mayores transferencias a las Provincias y CABA (+35,7% anual). En relación a estas últimas se destaca el incremento de los gastos en concepto de Seguridad Alimentaria, el cual brinda ayuda a través del financiamiento y distribución de tickets y/o tarjetas de compra a las provincias.<sup>6</sup>

<sup>4</sup> Por Resolución General de AFIP N°2866 y N°2867 de 2010, respectivamente.

<sup>5</sup> La reducción en ambos planes alcanzó \$ 755 millones en base devengado en III.10 y se corresponde con la implementación de la AUH.

<sup>6</sup> Esta ayuda totalizó \$ 332 millones en base devengado en los primeros 9 meses del año.

Las erogaciones en concepto de Prestaciones a la Seguridad Social crecieron en el trimestre un 26,2% anual, ante el impacto de la aplicación de la política de movilidad de los haberes previsionales que repercute sobre los beneficiarios del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA).<sup>7</sup>

Por último, luego de desacelerarse en los trimestres precedentes, los Gastos de Capital se recuperaron, resultando un 35% mayores a III.09. Este desempeño es sostenido por el impulso recobrado por las Transferencias de Capital a las provincias en III.10, resultando un 74,3% superiores a las registradas el mismo trimestre de 2009. Esta aceleración se expli-

ca por mayores transferencias en concepto de Fondo Federal Solidario, originadas en la recuperación de la cosecha, los mayores precios internacionales de la soja y sus derivados y un mayor tipo de cambio. La otra partida relevante, la Inversión Real Directa, se contrajo en el trimestre (-3% anual), fundamentalmente porque la comparación se realiza con un III.09 extraordinariamente elevado como respuesta a la crisis internacional.

Por último, se destaca el crecimiento del resto de las transferencias de capital, las cuales se incrementaron 191% anual (\$ 1.077 millones), ante los desembolsos realizados para la adquisición de aviones EMBRAER.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> El último aumento fue otorgado durante el mes de septiembre de 2010 e implicó una suba de las jubilaciones de 16,9% anual. De esta manera, el haber mínimo alcanzó \$ 1.046,5.

<sup>8</sup> El total del año en base devengado acumuló \$ 517 millones.

## PRINCIPALES INDICADORES DE FINANZAS PÚBLICAS

|  | 2007 | 2008    | 2009 | III 09  | IV 09 | I 10    | II 10 | III 10  |
|--|------|---------|------|---------|-------|---------|-------|---------|
| <b>1 SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO</b>                                |      |         |      |         |       |         |       |         |
| <b>Base caja - En millones de \$</b>                                 |      |         |      |         |       |         |       |         |
| Ingresos Corrientes  |      | 218.461 |      | 62.877  |       | 69.755  |       | 92.462  |
| Tributarios  |      | 148.560 |      | 37.308  |       | 40.279  |       | 54.612  |
| Contribuciones Sociales  |      | 54.694  |      | 21.023  |       | 23.508  |       | 27.603  |
| Rentas de la propiedad   |      | 8.285   |      | 2.270   |       | 4.055   |       | 7.436   |
| Otros  |      | 6.923   |      | 2.276   |       | 1.914   |       | 2.811   |
| Gastos Corrientes  |      | 180.903 |      | 57.307  |       | 62.301  |       | 76.004  |
| Remuneraciones   |      | 24.687  |      | 9.092   |       | 10.477  |       | 12.169  |
| Intereses  |      | 17.874  |      | 4.525   |       | 4.540   |       | 4.987   |
| Prestaciones a la Seguridad Social                                   |      | 64.552  |      | 20.119  |       | 22.608  |       | 25.400  |
| Transferencias Privadas  |      | 45.336  |      | 14.341  |       | 14.841  |       | 20.899  |
| Transferencias Públicas  |      | 15.906  |      | 4.979   |       | 5.558   |       | 6.273   |
| Otros Gastos Corrientes  |      | 12.549  |      | 4.252   |       | 4.278   |       | 6.277   |
| Resultado Económico/ Ahorro  |      | 37.558  |      | 5.569   |       | 7.454   |       | 16.458  |
| Recursos de capital  |      | 673     |      | 37      |       | 56      |       | 47      |
| Gasto de Capital   |      | 23.576  |      | 8.600   |       | 8.579   |       | 11.627  |
| Ingresos Totales   |      | 219.134 |      | 62.913  |       | 69.811  |       | 92.509  |
| Gastos Totales   |      | 204.480 |      | 65.907  |       | 70.880  |       | 87.631  |
| Resultado Financiero   |      | 14.655  |      | -2.994  |       | -1.069  |       | 4.878   |
| Gasto Primario   |      | 186.606 |      | 61.382  |       | 66.340  |       | 82.645  |
| Resultado Primario   |      | 32.529  |      | 1.531   |       | 3.471   |       | 9.865   |
| <b>2 RECAUDACIÓN TRIBUTARIA NACIONAL</b>                             |      |         |      |         |       |         |       |         |
| <b>En millones de \$</b>   |      |         |      |         |       |         |       |         |
| Impuestos  |      | 173.189 |      | 48.379  |       | 51.116  |       | 64.176  |
| Ganancias  |      | 53.646  |      | 13.356  |       | 13.965  |       | 18.022  |
| IVA Bruto  |      | 86.115  |      | 24.139  |       | 25.911  |       | 32.092  |
| IVA Neto de Devoluciones   |      | 80.229  |      | 23.239  |       | 25.069  |       | 31.191  |
| Internos coparticipados  |      | 5.617   |      | 1.646   |       | 2.260   |       | 2.289   |
| Créditos y Débitos en Cuenta Corriente                               |      | 19.495  |      | 5.274   |       | 5.567   |       | 7.170   |
| Combustibles (Naftas)  |      | 3.610   |      | 1.112   |       | 1.388   |       | 3.722   |
| Otros  |      | 10.592  |      | 3.753   |       | 2.866   |       | 1.783   |
| Sistema de Seguridad Social  |      | 51.144  |      | 20.799  |       | 23.269  |       | 27.291  |
| Aportes personales   |      | 23.243  |      | 7.828   |       | 8.671   |       | 10.332  |
| Contribuciones patronales  |      | 33.167  |      | 11.401  |       | 12.622  |       | 14.985  |
| Otros  |      | 6.410   |      | 1.765   |       | 2.136   |       | 2.260   |
| Capitalización y rezagos (-)   |      | 11.675  |      | 195     |       | 160     |       | 286     |
| Comercio Exterior  |      | 45.042  |      | 9.339   |       | 10.527  |       | 16.112  |
| Derechos de Importación <sup>1</sup>                                 |      | 8.986   |      | 2.034   |       | 2.220   |       | 3.256   |
| Derechos de Exportación  |      | 36.055  |      | 7.304   |       | 8.307   |       | 12.857  |
| Total Recursos Tributarios   |      | 269.375 |      | 78.517  |       | 84.911  |       | 107.579 |
| Distribución Institucional   |      |         |      |         |       |         |       |         |
| Administración Nacional  |      | 141.704 |      | 36.817  |       | 39.050  |       | 51.951  |
| Contrib. Seguridad Social  |      | 48.958  |      | 20.020  |       | 22.551  |       | 26.210  |
| Transf. Automáticas a Provincias                                     |      | 68.809  |      | 18.787  |       | 20.472  |       | 25.510  |
| Otros destinos   |      | 9.904   |      | 2.893   |       | 2.838   |       | 3.908   |
| <b>3 DEUDA<sup>2</sup></b>   |      |         |      |         |       |         |       |         |
| <b>En millones de USD</b>  |      |         |      |         |       |         |       |         |
| Deuda Pública Bruta del Sector Público Nacional <sup>3</sup>         |      | 145.975 |      | 141.665 |       | 151.766 |       | 160.890 |
| A vencer   |      | 139.636 |      | 135.245 |       | 145.670 |       | 154.548 |
| Atrasos (Club de París y otros)                                      |      | 6.339   |      | 6.420   |       | 6.097   |       | 6.305   |
| Deuda Pública Bruta del Sector Público Nacional en pesos             |      | 69.318  |      | 64.588  |       | 64.769  |       | 65.426  |
| Deuda Pública Bruta del Sector Público Nacional en moneda extranjera |      | 76.657  |      | 77.077  |       | 86.998  |       | 95.464  |
| Deuda Externa del Gobierno Nacional                                  |      | 55.733  |      | 54.844  |       | 54.509  |       | s/d     |
| <b>En Porcentaje</b>   |      |         |      |         |       |         |       |         |
| Deuda Pública Bruta / PBI  |      | 48,5    |      | 49,1    |       | 49,0%   |       | 47,1%   |
| Deuda en Moneda Extranjera / Deuda Bruta                             |      | 52,5    |      | 54,4    |       | 57,3%   |       | 59,3%   |
| Deuda a Tasa Variable / Deuda Bruta                                  |      | 27,0    |      | 29,6    |       | 32,8%   |       | 30,41%  |
| Deuda de Corto Plazo / Deuda a Vencer                                |      | 10,0    |      | 8,5     |       | 8,0%    |       | 7,7%    |

s/d : sin dato disponible

1 Incluye Tasa de Estadística

2 Stock al último día del período considerado.

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

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



# Precios



## Precios

### Precios Internacionales de Materias Primas

El índice general de materias primas relevado por el FMI aumentó 5,7% en septiembre de 2010 frente a su valor en junio. En términos anuales, el indicador registró una suba del 17,8%, si bien en septiembre del año pasado los precios internacionales estaban comenzando su camino de recuperación después de los efectos de la crisis financiera y económica global.

El análisis por producto indica que en el período de junio a septiembre de 2010 las oleaginosas mejoraron notablemente sus cotizaciones. En el mercado de materias primas de Chicago, la soja avanzó de 350 a 390 dólares por tonelada. El precio del aceite de soja se incrementó en más de 100 dólares por tonelada -hasta un valor de 930 dólares-, mientras que la harina avanzó 6,4% y el aceite de girasol lo hizo en 9,7%. Entre los cereales, el precio del trigo trepó 72% frente a junio por los efectos de la sequía en Rusia, aunque aún no alcanzó sus máximos de 2008, mientras que el maíz -segundo cultivo en importancia en Argentina- marcó un alza del 35%. El cobre -un mineral de peso creciente en las exportaciones locales- aumentó 19%. El petróleo tipo WTI (crudo de referencia en Argentina) no mostró grandes cambios, pasando de poco menos de 75 dólares por barril en junio hasta 76 en septiembre último.

Por otra parte, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA, que comprende los principales productos exportables del país, subió 17,1% en dólares en el tercer trimestre del año, básicamente debido al peso de los cereales y las oleaginosas en su composición. En términos anuales, el IPMP de septiembre pasado aumentó 11% en dólares y 14,1% en pesos, diferencia debida a una leve suba del tipo de cambio nominal en los últimos 12 meses.

En los meses transcurridos de 2010 el nivel promedio del IPMP resultó levemente mayor al del año 2009, aunque todavía se ubica 21% por debajo del record de 2008. Sin embargo, de mantenerse la tendencia este año marcaría el segundo mayor valor de la serie histórica con base en 1995.

### Precios Mayoristas

El Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) registró una suba del 15,1% anual en septiembre de 2010, cifra que significó una leve desaceleración con respecto al 15,5% medido en junio. En comparación con septiembre de 2009 la tasa de aumento del IPIM más que se duplicó, ya que en aquél mes todavía se sentían en la economía argentina los efectos de la crisis financiera internacional, que derrumbó los precios de las commodities.

Los productos primarios del IPIM crecieron 21,1% anual en septiembre pasado, impulsado por los precios agropecuarios y los de petróleo y gas. Las manufacturas locales aumentaron 13,8% contra septiembre de 2009 -un punto porcentual menos que su tasa de junio anterior- y los bienes importados 8,2% -tres puntos menos que en junio-. Los precios relativos de las manufacturas locales en comparación con los bienes importados -mayormente manufacturados- aumentaron 2,6% durante el tercer trimestre, lo que significó un leve retroceso de su competitividad-precio.

El precio promedio del ganado bovino en pie (todas las categorías de vacunos) alcanzó los \$ 6,26 por kilo vivo en el mercado de Liniers en septiembre de 2010, con una suba de casi 14% frente al valor de fines del trimestre previo. El aumento con relación a septiembre de 2009 alcanzó prácticamente al doble, debido tanto al impulso del consumo doméstico como a la mayor retención de vientres de los productores, tras las fuertes lluvias de principios de año que terminaron con un período de fuerte sequía previa.

## Precios Minoristas

La inflación minorista no experimentó grandes cambios en el tercer trimestre. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) subió 11,1% anual en septiembre de este año, apenas por encima del 11% registrado en junio. La tasa de aumento de los bienes, cuyos precios se incrementaron 13,9% anual en septiembre, bajó levemente con relación a la de junio. Por el contrario, la suba de los servicios se aceleró en mínima proporción, al pasar del 5,9% al 6,5% en ese lapso. Por grupos de precios, los estacionales avanzaron 20,2% en septiembre último, -especialmente el turismo, las verduras y la ropa-, mientras que los regulados lo hicieron sólo un 4,3%. La inflación subyacente, por su parte, fue del 11,7% anual, mostrando una estabilización en comparación con la medición del trimestre anterior.

El análisis del IPC por capítulos muestra que los mayores aumentos en el último mes de septiembre correspondieron a los capítulos de Alimentos y bebidas (15,5% anual) entre los de bienes y Esparcimiento (14,4%) entre los servicios. En el otro extremo, los capítulos de Vivienda (5,4% anual) y Transporte y Comunicaciones (5,1% anual) fueron los que registraron las menores alzas.

## Costo de la Construcción

El Índice del Costo de la Construcción (ICC) aumentó 19,9% anual en septiembre, lo que implicó un incremento de 11 puntos porcentuales frente al mismo mes de 2009. La suba estuvo explicada por la aceleración del ritmo de actividad, después del descenso relativo provocado por la crisis externa durante 2009. En comparación con junio último la tasa del ICC avanzó en casi 2 puntos porcentuales.

La reciente aceleración se manifestó en los tres componentes del índice, aunque en niveles fue mayor para los precios de la mano de obra, cuya suba fue del 26% en III.10. El otro gran componente del índice, los materiales, mostró un alza del 11% anual. El precio relativo mano de obra/ materiales alcanzó un nuevo máximo histórico durante el tercer trimestre del año.

## Precios Implícitos del PIB

El Índice de Precios Implícitos del Producto Bruto Interno (IPI) del III.10 aumentó 15,5% anual, lo que significó una aceleración de unos 4,6 puntos frente al mismo período del año anterior. Los precios de los bienes crecieron 19,8% anual -en particular los de la agricultura, que saltaron 73% contra los valores deprimidos del III.09, y en menor medida los de la minería, 22,4%-, mientras que en el caso de los servicios la variación resultó del 12% anual (en especial intermediación financiera, 22,3%, y administración pública y defensa 19,2%). De esta forma, los precios relativos bienes/ servicios avanzaron prácticamente 7% frente a los niveles vigentes durante julio-septiembre de 2009.

Analizando el índice por sus componentes de demanda, se destaca la variación de los precios del consumo privado -el más importante por su ponderación-, que aumentaron 14,7% anual en III.10. En contraposición, los precios de las exportaciones crecieron 7,8% anual, cifra en la que influyó la estabilidad del tipo de cambio. Por su parte, el consumo público subió 9,7% anual -cinco puntos menos que en III.09-. Por el lado de la oferta, los precios de las importaciones se incrementaron 6,6% anual.

En los tres trimestres transcurridos de este año el IPI registró un incremento del 14,4% frente al promedio de enero-septiembre de 2009. La inflación había resultado menor en el mismo período de 2009, debido a la desaceleración del crecimiento de la actividad, tendencia que se revirtió este año, con un incremento real acumulado en el III.10 del 9,1%.

## Tipo de Cambio Nominal y Real

El tipo de cambio nominal (TCN) promedio del tercer trimestre del 2010 alcanzó a 3,94 pesos por dólar, lo que implicó un aumento del 3% con respecto a igual período del año anterior. En relación al euro, el TCN entre julio y septiembre fue de \$5,10 por unidad, lo que significó una variación del -7% interanual. Esto sucedió porque el euro se debilitó frente a la divisa

norteamericana en el último año, cuando arreciaron los problemas de endeudamiento en los estados del Sur de Europa. Por el contrario, el precio promedio del real fue \$2,25 por unidad en III.10, con un avance de casi 10% frente al III.09, ya que en los mercados internacionales la moneda brasileña avanzó frente a las dos divisas principales en los últimos doce meses.

El Índice del Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) elaborado por el Banco Central - que mide el valor del peso en relación con una canasta de monedas de los principales socios comerciales del país- registró una caída del -3,2% anual en septiembre último, confirman-

do la tendencia que ya mostraba en junio. Esto se debió a que en los últimos doce meses la moneda argentina también se valorizó frente al dólar, ya que se depreció menos que la tasa de inflación doméstica, mientras que frente al euro lo hizo a través de una recuperación nominal. Sin embargo, la leve pérdida de competitividad que esto significa estuvo atenuada por la evolución en comparación con la moneda brasileña, que se fortaleció aún más. El trimestre finalizó así con una paridad de 1,72 reales por dólar, cuando en lo más agudo de la crisis -primer trimestre de 2009- la moneda brasileña había caído hasta una relación de 2,32.

## PRINCIPALES DATOS DE PRECIOS

|                                    | 2003 - 2009 | Tasas de variación anual |       |       |       |        |
|------------------------------------|-------------|--------------------------|-------|-------|-------|--------|
|                                    |             | III 09                   | IV 09 | I 10  | II 10 | III 10 |
| <b>IPIM</b>                        |             | 6,8                      |       | 13,8  |       | 15,1   |
| Primarios                          |             | 8,9                      |       | 17,0  |       | 21,1   |
| Manufacturados                     |             | 6,9                      |       | 13,4  |       | 13,8   |
| Importados                         |             | -0,7                     |       | 7,8   |       | 8,2    |
| <b>ICC</b>                         |             | 7,8                      |       | 14,3  |       | 18,9   |
| Materiales                         |             | 4,7                      |       | 8,6   |       | 11,0   |
| Mano de Obra                       |             | 10,5                     |       | 20,5  |       | 27,0   |
| <b>IPC</b>                         |             | 6,2                      |       | 9,7   |       | 11,1   |
| Bienes                             |             | 5,4                      |       | 12,1  |       | 13,9   |
| Servicios                          |             | 7,4                      |       | 5,8   |       | 6,5    |
| Estacionales                       |             | 8,7                      |       | 16,3  |       | 20,2   |
| Regulados                          |             | 9,0                      |       | 4,5   |       | 4,3    |
| IPC Resto                          |             | 5,1                      |       | 10,2  |       | 11,7   |
| Alimentos y bebidas                |             | 3,4                      |       | 13,5  |       | 15,5   |
| Indumentaria                       |             | 12,8                     |       | 13,8  |       | 13,7   |
| Vivienda y servicios               |             | 2,5                      |       | 4,4   |       | 5,4    |
| Equipamiento del hogar             |             | 6,1                      |       | 8,0   |       | 11,3   |
| Salud y atención médica            |             | 9,6                      |       | 9,9   |       | 10,6   |
| Transporte y comunic.              |             | 11,4                     |       | 5,3   |       | 5,1    |
| Esparcimiento                      |             | 3,3                      |       | 9,1   |       | 14,4   |
| Educación                          |             | 12,2                     |       | 11,3  |       | 12,9   |
| Otros Bienes y Servicios           |             | 3,1                      |       | 4,7   |       | 5,8    |
| <b>Ind. Precios Implícitos PIB</b> |             | 10,9                     |       | 14,8  |       | 15,5   |
| Consumo Privado                    |             | 11,8                     |       | 10,5  |       | 14,7   |
| Inversión                          |             | 11,8                     |       | 8,9   |       | 8,4    |
| Consumo Público                    |             | 14,7                     |       | 18,2  |       | 9,7    |
| Exportaciones                      |             | 3,0                      |       | 15,8  |       | 7,8    |
| Importaciones                      |             | 7,3                      |       | 5,6   |       | 6,6    |
| Agricultura Ganadería              |             | -0,9                     |       | 54,1  |       | 73,6   |
| Pesca                              |             | -9,2                     |       | -17,9 |       | 1,7    |
| Minería                            |             | 12,1                     |       | 33,0  |       | 22,4   |
| Industria                          |             | 16,1                     |       | 11,2  |       | 6,7    |
| Electricidad Gas Agua              |             | 5,6                      |       | -2,5  |       | 13,6   |
| Construcción                       |             | 7,8                      |       | 12,8  |       | 18,9   |
| Comercio                           |             | 16,1                     |       | 9,5   |       | 8,3    |
| Restaurantes Hoteles               |             | 3,4                      |       | 10,6  |       | 16,6   |
| Transporte Comunicaciones          |             | -1,3                     |       | 9,8   |       | 8,3    |
| Intermediación Financiera          |             | 22,8                     |       | 18,5  |       | 22,3   |
| Inmobiliarias Alquiler             |             | 11,1                     |       | 10,3  |       | 11,2   |
| Administración y Defensa           |             | 17,5                     |       | 22,9  |       | 19,2   |
| Educación y Salud                  |             | 12,8                     |       | 18,4  |       | 10,2   |
| Otros Servicios                    |             | 20,1                     |       | 12,3  |       | 13,8   |

Fuente: INDEC

# Sector Externo



## Sector Externo

La Cuenta Corriente mantuvo un saldo positivo en el tercer trimestre de 2010 merced al favorable desempeño de la cuenta Mercancías. El superávit comercial cubrió el pago de intereses netos y la remisión de utilidades y dividendos, con un excedente que sumado al de la Cuenta Capital y Financiera mostró un ingreso neto positivo que refleja el afianzamiento de la moderación en la formación de activos externos del sector privado y el endeudamiento comercial. El beneficioso resultado del comercio de bienes permitió al BCRA alcanzar un nivel de reservas internacionales récord que superó los US\$ 51 mil millones a fines de septiembre.

### Cuenta Corriente

En el tercer trimestre de 2010 el saldo de la Cuenta Corriente se mantuvo superavitario en US\$ 900 millones. Como proporción del PIB, el 1,5% (promedio de los últimos 4 trimestres) representó una nueva reducción de 0,9 p.p. respecto del ratio acumulado al trimestre anterior. La notoria disminución que se detecta en la comparación con igual período del año anterior (US\$ -2.770 millones) se originó en el cómputo, en aquél momento, del ingreso de DEGs.

El saldo de la cuenta Mercancías, que sumó US\$ 3.750 millones, continuó cubriendo el resultado negativo que presentan habitualmente los Servicios (US\$ -281 millones) y las Rentas (US\$ -2.488 millones).

Respecto del saldo obtenido en el III.09, el comercio de bienes mostró una modesta mejora de US\$ 21 millones producto de una mayor aceleración en la mejora de las exportaciones, que crecieron al 36% anual, junto con una ligera suavización en el aumento de las importaciones del 49,2%, que tuvieron una marcada recuperación tras la caída en 2009 que produjo la crisis internacional.

El dinamismo que mostraron las Importaciones

en el trimestre (US\$ 15.024 millones), no obstante, no llegó a reproducir los niveles obtenidos en III.08, básicamente, por el incremento que habían sufrido los precios en ese momento, ya que en cantidades las han superado. El índice de cantidades importadas creció 9,2%, entre esa fecha y el tercer trimestre de 2010. Otro tanto ocurre con las exportaciones (US\$ 18.774 millones), que si bien no recuperaron aún los valores previos a la crisis internacional (-11,8%), medidas en cantidades las sobrepasan en 1,4%, en el trimestre, y 4,9% en el acumulado del año.

Con respecto a 2009 el aumento anual de las exportaciones alcanzó en el período US\$ 4.974 millones, cifra que implicó un alza del 36%, debida, en su mayor parte, al incremento de las cantidades (29,2%) y, en menor medida, al de los precios (5,3%). En el desempeño del total gravitaron los de rubros clave como Productos Primarios (105% anual) y MOI (33,3%), que en conjunto contribuyeron casi en un 80% (79,1%) a la variación. En ambos agrupamientos las cantidades definieron la magnitud de la variación. A nivel más desagregado, las ventas externas de Semillas oleaginosas y Cereales, por un lado, y de Material de transporte y Piedras y metales preciosos aportaron más a la suba total. También fue relevante el alza en los embarques de MOA (18,7%), rubro en el cual se destacan las Grasas y aceites así como los Desperdicios de la industria alimenticia, tanto por cantidad como por precio. En cuanto a los Combustibles y Energía, los mayores valores exportados (3,2%) se debieron a un movimiento positivo de los precios, en tanto las cantidades continuaron reduciéndose por quinto trimestre consecutivo.

La aceleración que fueron mostrando las exportaciones trimestrales desde que comenzó a recuperarse el comercio internacional tras la crisis, en el IV.09, determinó que, en los nueve primeros meses, los US\$ 51.067 millones exportados presenten una suba suavizada, del 24% más que en igual período de 2009. La evo-

lución de los cinco principales productos, los porotos de soja, el maíz en grano, los vehículos automotores para el transporte de personas y mercancías y el oro no monetario, que habían explicado el 82,5% de los mayores embarques en el primer semestre, continuó muy dinámica aunque, en los 9 meses, contribuyeron en una proporción algo menor, 73%. En la recuperación de las ventas externas confluyó asimismo la suba en los precios de materias primas no energéticas (19,8%) en un porcentaje similar al del trimestre anterior, caracterizado por el incremento en alimentos y bebidas (11,7%). Se recuperaron las cotizaciones del trigo (14,1%) y maíz (20%), luego de 7 trimestres de caídas, y, si bien la harina y el poroto de soja las redujeron, continuaron creciendo las de aceites de soja y girasol, así como la carne bovina.

En el crecimiento de las importaciones respecto de un año atrás (US\$ 4.953 millones<sup>1</sup>) también fueron las cantidades las principales responsables con un avance del 41,8%, bastante por encima del de los precios (5,9%). A valores CIF, los US\$ 15.770 millones importados abarcan subas difundidas en los diversos usos, particularmente de insumos como Bienes Intermedios (crecieron anualmente US\$ 1.662 millones, +51,2%), Piezas y Accesorios para los Bienes de Capital (US\$ 1.094 millones, +54%) y Combustibles (US\$ 405 millones, +39,6%). Las compras de Bienes de Capital, segundo uso en orden de importancia que representó el 23,6% en los últimos 6 años, tuvieron asimismo un incremento destacado (US\$ 997 millones, +44,5%), alentadas por la evolución de sus precios que decayeron en la comparación anual 2,9%. Merecen también una mención las mayores adquisiciones de Vehículos Automotores de Pasajeros (+104,4%) y de Bienes de consumo (+34,2%), motorizadas también por la más lenta evolución de los precios.

En el comercio de servicios reales se mantuvo el signo deficitario con un desbalance de US\$ 281 millones en el trimestre, cifra que suaviza en US\$ 275 millones, el del mismo período de 2009, producto de un incremento porcentual en los ingresos (27,1%) que duplicó al de los egresos (13,4%).

<sup>1</sup> A valor FOB

La suavización del saldo negativo se debió, principalmente, a la disminución de los desequilibrios en rubros como Viajes (-79,9%), Seguros (-12,1%) y Regalías (-14,1%), y en menor medida, a la mejora en los superávits alcanzados en Servicios empresariales, profesionales y técnicos (4%) e Informática (2,3%), parcialmente compensados por el mayor déficit en Transportes (39,3%) que conllevó el aumento en los egresos por fletes.

El resultado de la cuenta Renta de la inversión, con un déficit de US\$ 2.468 millones, no presentó diferencias notorias respecto de los trimestres previos pero, el incremento en el saldo negativo de US\$ 294 millones más que en III.09, fue consecuencia de aumentos en el pago neto de utilidades y dividendos (US\$ -183 millones) y de intereses, también netos (US\$ -111 millones). En ambos rubros, el empeoramiento anual se debió a una baja en los créditos acentuada por un aumento en los débitos. Mientras que la contracción en los intereses cobrados fue de una magnitud (US\$ -54 millones) muy similar al incremento que tuvieron los intereses (US\$ 57 millones) y utilidades y dividendos (US\$ 58 millones) pagados, la baja en los créditos de esta última cuenta fue algo superior (US\$ -126 millones).

Las Transferencias Corrientes presentaron un saldo negativo de US\$ 81 millones, que en contraste con el tercer trimestre de 2009 arroja un fuerte saldo negativo de US\$ 2.756 millones, en el cual incide la asignación de DEGs que se produjo en aquél momento.

## Cuenta Capital y Financiera

La Cuenta Capital y Financiera nuevamente mostró un ingreso neto, por tercer trimestre consecutivo, de US\$ 252 millones.

Respecto de un año atrás, el saldo positivo se debió a la reversión en el saldo del sector Privado no financiero (US\$ +1.885M) como consecuencia de los flujos de IED y la venta a no residentes de títulos públicos. En tanto, los demás sectores, el sector Público no financie-

ro y BCRA, así como el Privado financiero (sin BCRA) presentaron sendos egresos netos por US\$ 373 M, y US\$ 268 M.

El sector Privado no Financiero, registró un ingreso neto de US\$ 848 millones, producto de ingresos por US\$ 2.821 millones, en los cuales incidió la inversión extranjera directa por US\$ 1.845 millones y egresos, principalmente derivados de la formación de activos externos por US\$ 2.704 millones. También influyeron en el saldo del sector la venta de activos financieros internos a no residentes (US\$ 731 millones).

El flujo de IED en la Argentina alcanzó a US\$ 1.918 millones en el tercer trimestre, 176,8% más que en III.09, gracias al incremento en los Aportes de Capital (13,6%) y la Reinversión de utilidades, US\$ 187 millones. En cuanto a la inversión en cartera en el país, ésta exhibió un incremento de US\$ 1.429 millones por operaciones del Gobierno y en el mercado secundario.

A fines de septiembre el stock total de Deuda Externa Bruta Total se estima en US\$ 127.369 millones, monto que representa una paulatina baja respecto del PIB, al 36,5%, y denota un incremento de US\$ 3.668 millones con relación a mediados de año. Contribuyeron a esa suba el Sector Público no financiero y BCRA, con una acreencia de US\$ 2.209 millones, y el Privado no Financiero con US\$ 1.382 millones debido al financiamiento comercial en el último caso y la colocación de bonos y títulos públicos en el primero de los sectores. Del monto total adeudado, el 38,4% son obligaciones exigibles en el corto plazo.

## Reservas Internacionales

A fines de septiembre las tenencias en poder del BCRA alcanzaron un nuevo máximo al tocar US\$ 51.125 millones, US\$ 1.885 millones más que a fines de junio y US\$ 661 millones por en-

cima del anterior récord obtenido a fines de marzo de 2008. El incremento respecto de fines del trimestre anterior se debió a transacciones del balance de pagos por US\$ 1.279 millones y US\$ 606 millones por el cambio en las paridades de las principales monedas.

La relación Reservas/PIB volvió a crecer en el tercer trimestre de 2010 a 14,1% a fines de septiembre, igual porcentaje que si se computan ambas variables como promedio de los 4 últimos trimestres.

## Tipo de cambio

La cotización del Tipo de Cambio Nominal de referencia del B.C.R.A. (\$/US\$) creció en el trimestre 1,0%, ritmo inferior a la depreciación promedio del año anterior (-2,5p.p.), y a la del año 2008. Entre puntas, el registro del último día hábil del trimestre (3,96), marcó una depreciación nominal del 0,7% que llega a 3% en el año. La baja en el ritmo de depreciación nominal es consistente con lo ocurrido en términos reales en la comparación con el trimestre anterior. En este caso, a diferencia de los dos trimestres anteriores, en cambio, se notaron ganancias de competitividad respecto del real brasileño, el euro, la moneda china y el Tipo de Cambio Real Multilateral elaborado por el B.C.R.A. No obstante, en la comparación anual el peso se apreció con relación a la mayoría de estas divisas, excepto respecto del real brasileño, con el cual la ganancia fue de 1,5%. La pérdida respecto del dólar ascendió a 6,3%, del yuan 5,5% y particularmente contra el euro, el 13,6%, utilizando como deflactor el índice de precios al consumidor. El peso se apreció también medido con el indicador de TCRM, que mide el precio relativo de bienes y servicios respecto de los de un grupo de países con los cuales se realiza la mayor cantidad de transacciones comerciales, 3,1% en la comparación anual.

**PRINCIPALES INDICADORES DE SECTOR EXTERNO**

|   | 2003 - 2008 | 2009    | Ult. 4 trlm | IV 09   | I 10 | II 10   | III 10 |
|---|-------------|---------|-------------|---------|------|---------|--------|
| <b>1 NIVELES</b>  |             |         |             |         |      |         |        |
| <b>En millones de USD</b>   |             |         |             |         |      |         |        |
| Cuenta corriente  |             | 11.030  |             | 1.380   |      | 3.193   |        |
| Saldo comercial (fob - cif)                                       |             | 16.888  |             | 3.585   |      | 5.359   |        |
| Exportaciones (fob) (ica)   |             | 55.669  |             | 14.491  |      | 19.096  |        |
| PP  |             | 9.306   |             | 1.845   |      | 5.725   |        |
| MOA   |             | 21.212  |             | 5.232   |      | 6.017   |        |
| MOI   |             | 18.713  |             | 5.598   |      | 5.864   |        |
| Combustible y energía   |             | 6.438   |             | 1.816   |      | 1.491   |        |
| Importaciones (cif)   |             | 38.780  |             | 10.906  |      | 13.738  |        |
| Bs de cap + partes y accesorios                                   |             | 15.882  |             | 4.601   |      | 5.412   |        |
| Bs Intermedios + comb y lubricantes                               |             | 15.187  |             | 4.021   |      | 5.779   |        |
| Bs de Cons + vehículos + resto                                    |             | 7.711   |             | 2.284   |      | 2.546   |        |
| Importaciones (fob)   |             | 37.142  |             | 10.415  |      | 13.091  |        |
| Saldo Mercancías (fob - fob)                                      |             | 18.527  |             | 4.076   |      | 6.005   |        |
| Saldo Servicios Reales  |             | -1.126  |             | -111    |      | -320    |        |
| Rentas  |             | -9.010  |             | -2.593  |      | -2.427  |        |
| Intereses pagados   |             | 4.455   |             | 1.067   |      | 1.085   |        |
| Utilidades y Dividendos pagados                                   |             | 7.919   |             | 2.245   |      | 1.938   |        |
| Cuenta Capital y Financiera                                       |             | -9.350  |             | -2.431  |      | 10      |        |
| Saldo Cuenta Financiera   |             | -9.424  |             | -2.431  |      | 6       |        |
| Sector Públ No Fin y BCRA   |             | -2.131  |             | -2.206  |      | -256    |        |
| Sector Privado + EyO  |             | -7.627  |             | 793     |      | -836    |        |
| Inversión Extranjera Directa en Argentina (IED)                   |             | 7.913   |             | 1.316   |      | 21      |        |
| Variación de reservas   |             | 1.346   |             | -33     |      | 2.105   |        |
| Deuda Externa Bruta (saldo a fin de período)                      |             | 116.415 |             | 116.415 |      | 123.701 |        |
| Deuda Pública + BCRA (saldo a fin de período)                     |             | 61.864  |             | 61.864  |      | 66.641  |        |
| Deuda Privada (saldo a fin de período)                            |             | 54.551  |             | 54.551  |      | 57.060  |        |
| Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral<br>(Base dic 2001=100) |             | 269,7   |             | 289,9   |      | 273,2   |        |
| TCBR con Brasil (\$/Real) (Base 2001=100)                         |             | 303,9   |             | 336,6   |      | 325,7   |        |
| TCBR con EEUU (\$/U\$S) (Base 2001=100)                           |             | 195,4   |             | 195,5   |      | 190,1   |        |
| TCBR Eurozona (\$/Euro) (Base 2001=100)                           |             | 285,2   |             | 302,9   |      | 255,6   |        |
| <b>2 COMO PORCENTAJE DEL PRODUCTO</b>                             |             |         |             |         |      |         |        |
| <b>En % del PIB</b>   |             |         |             |         |      |         |        |
| Cuenta corriente  |             | 3,6     |             | 3,6     |      | 2,4     |        |
| Saldo comercial   |             | 5,5     |             | 5,5     |      | 4,3     |        |
| Exportaciones (fob)   |             | 18,1    |             | 18,1    |      | 18,2    |        |
| Importaciones (cif)   |             | 12,6    |             | 12,6    |      | 13,9    |        |
| Importaciones (fob)   |             | 12,1    |             | 12,1    |      | 13,3    |        |
| Saldo Mercancías  |             | 6,0     |             | 6,0     |      | 4,9     |        |
| Inversión Extranjera Directa en Argentina (IED)                   |             | 2,6     |             | 1,3     |      | 1,2     |        |
| Cuenta capital y financiera                                       |             | -3,0    |             | -2,9    |      | -1,0    |        |
| Variación de reservas   |             | 0,4     |             | -0,0    |      | 0,5     |        |
| Deuda Externa Bruta   |             | 38,0    |             | 38,0    |      | 37,2    |        |
| Deuda Pública + BCRA (saldo a fin de período)                     |             | 20,2    |             | 20,2    |      | 20,0    |        |
| Stock de reservas <sup>1</sup>                                    |             | 15,6    |             | 14,9    |      | 12,7    |        |
| <b>3 VARIACIONES ANUALES</b>                                      |             |         |             |         |      |         |        |
| <b>En %</b>   |             |         |             |         |      |         |        |
| Cuenta corriente  |             | 60,9    |             | 20,5    |      | -30,2   |        |
| Exportaciones (fob)   |             | -20,5   |             | -4,6    |      | 23,5    |        |
| PP  |             | -42,6   |             | -25,3   |      | 89,1    |        |
| MOA   |             | -11,3   |             | -3,2    |      | 0,8     |        |
| MOI   |             | -15,2   |             | -3,6    |      | 28,4    |        |
| Combustible y energía   |             | -18,0   |             | 20,0    |      | -21,4   |        |
| Importaciones (cif)   |             | -32,5   |             | -14,6   |      | 51,7    |        |
| Bs de cap + partes y accesorios                                   |             | -29,7   |             | -12,4   |      | 47,9    |        |
| Bs Intermedios + comb y lubricantes                               |             | -38,8   |             | -20,8   |      | 60,4    |        |
| Bs de Cons + vehículos + resto                                    |             | -23,3   |             | -6,2    |      | 42,1    |        |
| Índice de cantidad de exportaciones                               |             | -9,3    |             | -0,6    |      | 21,8    |        |
| PP  |             | -31,5   |             | -16,0   |      | 85,0    |        |
| MOA   |             | 1,8     |             | 1,1     |      | -0,9    |        |
| MOI   |             | -10,0   |             | 5,6     |      | 23,5    |        |
| Combustible y energía   |             | 17,2    |             | -24,1   |      | -43,0   |        |
| Índice de cantidad de importaciones                               |             | -22,6   |             | -5,6    |      | 37,3    |        |
| Bs de capital   |             | -21,8   |             | -8,2    |      | 31,3    |        |
| Bs Intermedios  |             | -19,3   |             | 2,1     |      | 29,3    |        |
| Combustibles y lubricantes  |             | -3,8    |             | 0,1     |      | 48,3    |        |
| Plezas y acces bs de capital                                      |             | -27,2   |             | -3,1    |      | 60,4    |        |
| Bienes de Consumo   |             | -25,0   |             | -12,5   |      | 36,6    |        |
| Índice de Términos del Intercambio                                |             | -0,1    |             | 6,2     |      | -8,3    |        |
| Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral                        |             | 7,4     |             | 25,9    |      | 3,0     |        |
| TCBR con Brasil (\$/Real)   |             | 3,5     |             | 38,3    |      | 9,1     |        |
| TCBR con EEUU (\$/U\$S)   |             | 9,7     |             | 8,4     |      | -3,7    |        |
| TCBR Eurozona (\$/Euro)   |             | 5,8     |             | 21,8    |      | -9,3    |        |

<sup>1</sup> Excluye asignaciones de DEGs

FUENTE: INDEC, DNCI, BCRA

# Descomposición de la Cuenta Corriente

Participó en la elaboración de esta Nota Técnica, Esteban Kiper<sup>1</sup>

## 1. Introducción

Uno de los rasgos distintivos de la macroeconomía de la pos-convertibilidad ha sido el desplazamiento de la restricción externa. La economía argentina, por primera vez en décadas, creció a tasas elevadas sin que la escasez de divisas forzara un paréntesis del proceso expansivo, o bien un episodio de sobre-endeudamiento.

Existen a grandes rasgos dos explicaciones de la reversión del resultado en cuenta corriente que se observa desde 2003. Una afirma que el buen desempeño externo de la economía argentina ha sido consecuencia exclusiva del “viento de cola”, definido por una conjunción providencial del escenario internacional dado por el rápido crecimiento global, la mejora sustantiva de los términos del intercambio y las bajas tasas de interés internacionales. Esta posición sugiere que la política económica poco ha tenido que ver con los novedosos resultados macroeconómicos argentinos.

En el otro extremo la reversión del resultado en cuenta corriente se atribuye plenamente a la política económica instrumentada por el gobierno, basada en el sostenimiento de un tipo de cambio real competitivo, estable y diferenciado, que habría inducido la expansión de las exportaciones y la sustitución de importaciones; así como a la política de desendeudamiento externo, que mediante la re-estructuración de la deuda redujo el stock de deuda en moneda extranjera y el pago de intereses. Aceptar una u otra hipótesis puede conducir a conclusiones muy diferentes sobre cuál es el conjunto de políticas que debe implementarse para tornar permanente la sostenibilidad externa que viene presentando la economía argentina.

El objetivo de esta Nota Técnica es aportar al análisis del profundo y significativo cambio que ha experimentado la economía argentina en su desempeño externo, cuantificando el aporte de los distintos factores que inciden

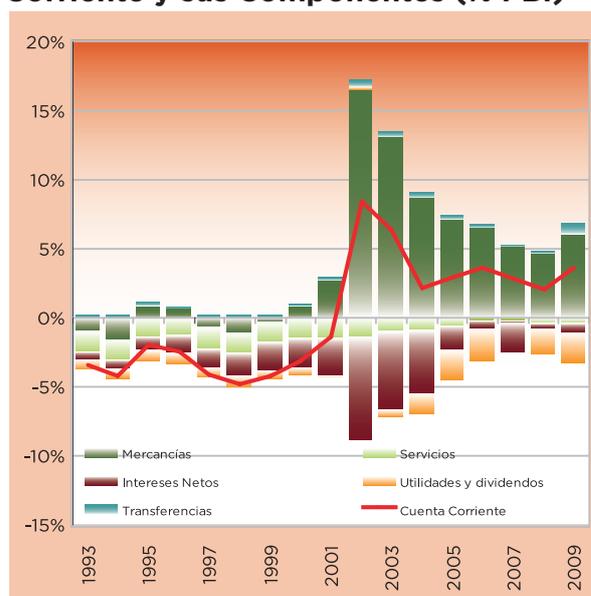
sobre la reversión en el resultado en cuenta corriente. Para ello, se hace uso de la metodología de descomposición desarrollada por Fitzgerald y Sarmad (1997) e implementada por Morley y Voss (2004), que se extiende y adapta con el fin de obtener una mayor desagregación de los determinantes del resultado en cuenta corriente.

En la segunda sección se describe la evolución del resultado en cuenta corriente y de las principales variables asociadas a dicho desempeño. En la tercera sección se explica de manera simplificada la metodología a utilizar. En la cuarta sección se presentan y analizan los resultados de la descomposición. La sección cinco presenta algunos comentarios finales.

## 2. El sector Externo Argentino en el Período 1993-2008

El eje de este trabajo se articula sobre el análisis de la evolución de la cuenta corriente. En el Gráfico 1 se presenta el saldo en cuenta

**Gráfico 1**  
Evolución del Saldo en Cuenta Corriente y sus Componentes (% PBI)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

<sup>1</sup> Esta Nota Técnica es una versión resumida del trabajo presentado por el autor en las Segundas Jornadas Anuales de AEDA, el 21 de septiembre de 2010.

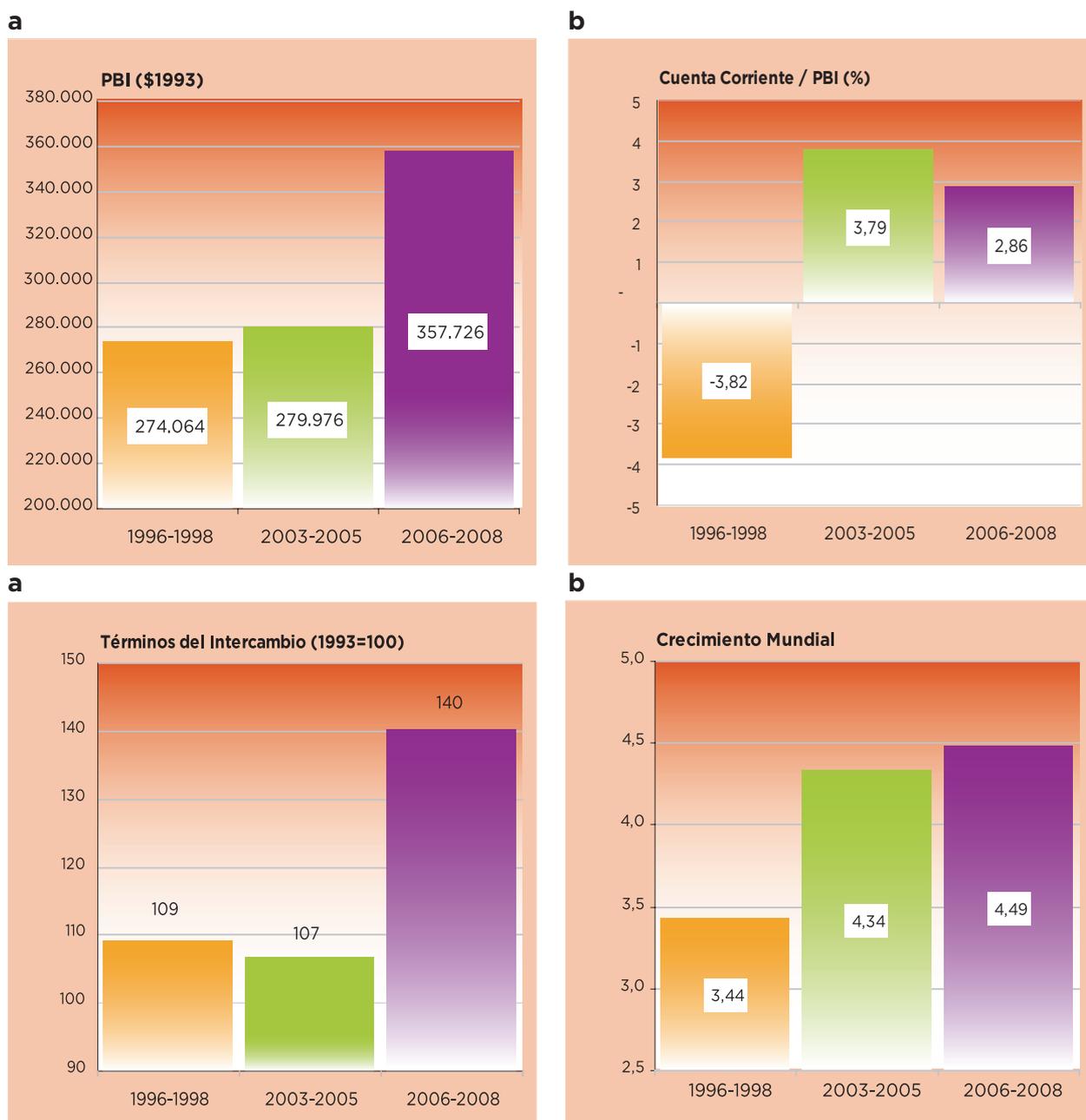
corriente y de sus principales componentes como porcentaje del PBI.

dos. El resultado negativo por intereses pagados se profundiza año a año durante esa etapa.

La dinámica de la cuenta corriente argentina desde 1993 puede separarse claramente en dos períodos. Durante la etapa de la convertibilidad el saldo fue deficitario, con picos que coinciden con los años de mayor nivel de actividad (1994 y 1998). Desde el comienzo de la recesión a fines de 1998, el déficit se reduce como consecuencia de mejoras en el saldo comercial y menores giros de utilidades y dividendos.

Luego del estallido de la convertibilidad y la abrupta devaluación, en 2002 y 2003 el saldo en cuenta corriente cambió de signo y el superávit fue muy elevado. Con la estabilización de la economía hacia 2004, el saldo positivo se situó de manera sistemática en torno al 2,5% del PBI. El cambio de signo en el resultado en cuenta corriente se debe tanto a la reversión del saldo de la cuenta mercancías como a la

**Gráfico 2**  
**Evolución de la Cuenta Corriente**  
Indicadores Seleccionados



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

reducción del peso de los intereses de la deuda. En menor medida aporta a esta reversión la reducción del saldo deficitario de la cuenta de servicios reales. En cambio, operó en sentido contrario el mayor saldo negativo en la cuenta Utilidades y Dividendos<sup>2</sup>.

A fin de identificar los determinantes de la reversión del déficit en cuenta corriente que se observó durante la convertibilidad y el sostenimiento del superávit en la pos-convertibilidad, se tomaron los siguientes intervalos de tiempo: el período de crecimiento post Tequila (1996-1998), la etapa de recuperación (2003-2005), y la consolidación del crecimiento (2006-2008)<sup>3</sup>. Alguno de los hechos estilizados que definen cada una de estas etapas se encuentran en los **gráficos: 2 a, b, c y d**.

Los períodos comprendidos entre 1996 y 1998, y 2003 y 2005 presentan algunas similitudes que hacen conveniente la comparación. El PBI promedio a precios de 1993 de ambos períodos es muy similar (\$274.000 millones frente a \$279.996 millones), ambas etapas se caracterizaron por una rápida expansión del PBI, y los términos del intercambio no difieren sustancialmente. Pese a estas coincidencias, en el primer caso el saldo en cuenta corriente promedio en relación al PBI arrojó un déficit de -3,8%, mientras que en el segundo período el superávit fue de 3,8%.

Entre 2003-2005 y 2006-2008 el saldo en cuenta corriente es similar, al igual que el crecimiento del PBI mundial; pero el PBI promedio de Argentina fue un 28% superior en el segundo intervalo, lo que fuerza la pregunta sobre los determinantes del sostenimiento del superávit en cuenta corriente. El incremento en los términos del intercambio asoma como uno de los posibles factores explicativos, pero

la metodología permitirá indagar en qué proporción se explica por este factor, y en qué medida por otros determinantes.

### 3. Metodología de Descomposición

La metodología de descomposición desarrollada por Fitzgerald y Sarmad (1997) e implementada por Morley y Voss (2004) para el caso latinoamericano en los 80s y 90s, permite identificar y cuantificar el aporte de los determinantes de la variación en el resultado de la cuenta corriente. Esta metodología se basa fundamentalmente en una operación contable, que sin necesidad de introducir supuestos, plantear ecuaciones de comportamiento, o realizar estimaciones econométricas, permite cuantificar los aportes de cada variable a las variaciones en la cuenta corriente.

Partiendo de la expresión del resultado en cuenta corriente pero expresada en moneda local y en porcentaje del PBI:

$$CC_{\$,t} = X_{\$,t} - m_{\$,t} + u_{\$,t} + t_{\$,t}$$

Aplicando el diferencial total a esta expresión, queda desagregado el resultado en cuenta corriente en sus determinantes<sup>4</sup>.

**a. El Saldo Comercial** se descompone en los siguientes efectos:

**i. Términos del intercambio:** aporte de la variación de los términos del intercambio al saldo comercial.

**ii. Crecimiento del PIB de los socios comerciales:** aporte del dinamismo de los mercados externos a la variación del saldo comercial

**iii. Ganancia de mercados externos (de bienes y de servicios):** aporte de las varia-

<sup>2</sup> La balanza de pagos se calcula en términos devengados, y no caja. La consecuencia más importante en la cuenta corriente es que las Utilidades y Dividendos se incluyen en la misma se hayan o no remitido efectivamente al exterior. En el período referido, Argentina presentó una elevada tasa de reinversión de utilidades, lo que implica que la cuenta corriente en términos de caja es más elevada aun.

<sup>3</sup> De esta manera, se omite el año 2009, cuando se registra el impacto pleno de la crisis financiera internacional (2009). La razón es que la crisis modifica sustancialmente los determinantes del saldo en cuenta corriente, lo que requiere un análisis particular.

<sup>4</sup> El desarrollo analítico completo se encuentra en el trabajo mencionado en la nota 1, presentado en las Jornadas de AEDA.

ciones en la penetración en mercados externos de las exportaciones argentinas de bienes o servicios al saldo comercial.

**iv. Absorción doméstica:** aporte de las variaciones en la absorción doméstica a la trayectoria de las importaciones, y por lo tanto al saldo comercial.

**v. Sustitución de importaciones:** aporte de la sustitución de importaciones (incidencia de las importaciones sobre la absorción doméstica) a la trayectoria de las importaciones, y por lo tanto al saldo comercial.

**b.** El saldo por **Intereses** se descompone en:

**i. Peso de la deuda externa:** aporte de variaciones en el volumen de los pasivos externos sobre el pago de intereses.

**ii. Tasa de interés pagada:** aporte de las variaciones en la tasa de interés que se paga por los activos externos sobre el pago de intereses.

**iii. Ganancias por Activos Externos:** aporte de variaciones en el volumen de activos externos sobre los intereses ganados.

**iv. Tasa de interés cobrada:** aporte sobre los intereses ganados de los cambios en la tasa de interés que se percibe sobre los activos externos.

**c.** La cuenta **Utilidades y dividendos** no se desagrega.

La apertura utilizada aquí no es idéntica a la que se encuentra en el trabajo de Morley y Voss, debido a que se proponen algunas modificaciones que permiten una desagregación más detallada. Primero, se calcula por separado **el efecto ganancia de mercados externos en bienes y servicios**, a fin de captar la buena dinámica que adoptaron las exportaciones de servicios a partir de la devaluación. Segundo, al **efecto tasa de interés** se lo divide en tasa pagada y tasa ganada, diferencia central para el caso argentino teniendo en cuenta el alto nivel y la elevada volatilidad de este *spread*. Tercero, se desdobra el efecto **activos externos netos en deuda externa y activos externos**, a fin de precisar el efecto de las políticas

de desendeudamiento y distinguir las de la formación de activos externos.

Es importante remarcar que la suma de todos los efectos considerados no necesariamente da como resultado la variación total observada del saldo en cuenta corriente. En la práctica, el primer resultado, que denominaremos **variación estimada**, suele no coincidir con la variación **observada debido** a que el diferencial total de una ecuación es una buena aproximación de las modificaciones en la variable dependiente solo en el caso particular en que los cambios en las variables independientes sean infinitesimales, lo que no es el caso aquí. Esa diferencia que suele existir entre la variación estimada y la observada es denominada en el trabajo de Morley y Vos **términos de interacción**, y es plausible de ser analizada y de atribuirle un significado económico<sup>5</sup>. Los términos de interacción representan una aproximación al conjunto de relaciones de comportamiento implícitas en los cambios de la cuenta corriente. Los que derivan de la metodología utilizada son:

**i.** Interacción entre la absorción interna y las importaciones. Un aumento o bien de la penetración de las importaciones, o bien de su precio o del tipo de cambio puede reducir la absorción interna.

**ii.** Interacción entre los precios en pesos de los bienes importados y la penetración de las importaciones: si el precio de las importaciones se incrementa, puede tener lugar una reducción de la penetración de las importaciones, esto es, una mayor sustitución de importaciones.

**iii.** Interacción entre el comercio mundial y las exportaciones unitarias: una mayor velocidad de expansión del comercio mundial puede estimular la oferta de exportaciones.

**iv.** Interacción entre los precios de exportación y la penetración de las exportaciones en el comercio mundial: en tanto el incre-

<sup>5</sup> El procedimiento se encuentra en el trabajo presentado en las Jornadas de AEDA.

mento en los precios de exportación podría estimular una mayor producción para los mercados externos y un aumento en la penetración de las exportaciones.

v. Interacción entre las variaciones en el stock de deuda externa y la tasa de interés implícita: un mayor peso de la deuda podría impulsar incrementos en la tasa de interés pagada.

La próxima sección presenta los resultados para la evolución de la cuenta corriente argentina, donde se considera tanto la descomposición entre los efectos de la primera diferenciación como los términos de interacción.

#### 4. Análisis de los Resultados de la Descomposición

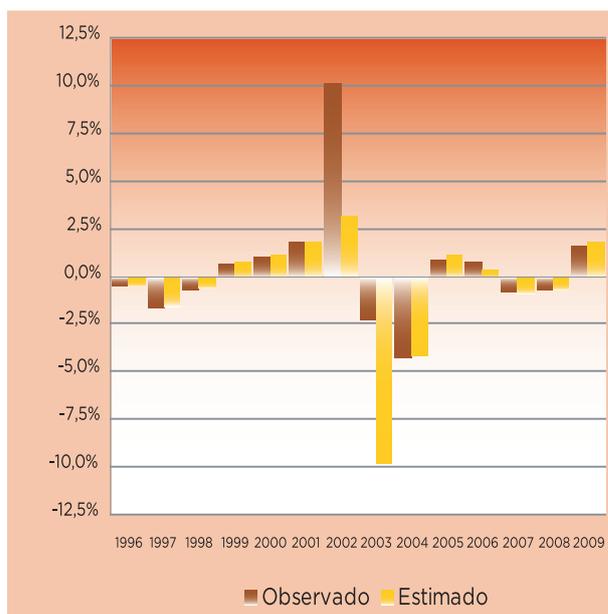
Cuando se aplica la metodología de descomposición para las variaciones anuales, el resultado observado para el agregado desde 2004 en adelante se aproxima mucho al resultado estimado, por lo que los términos de interacción son acotados (Gráfico 3).

Sin embargo, en los años 2002 y 2003 la diferencia es relevante. Es en estos años cuando se producen modificaciones sustantivas del tipo de cambio nominal. Como se observa en el Gráfico 4, en ambos períodos el cálculo de los términos de interacción arroja valores muy similares a los residuos observados.

##### 4.1 Reversión del Saldo en Cuenta Corriente (1996-1998/2003-2005)

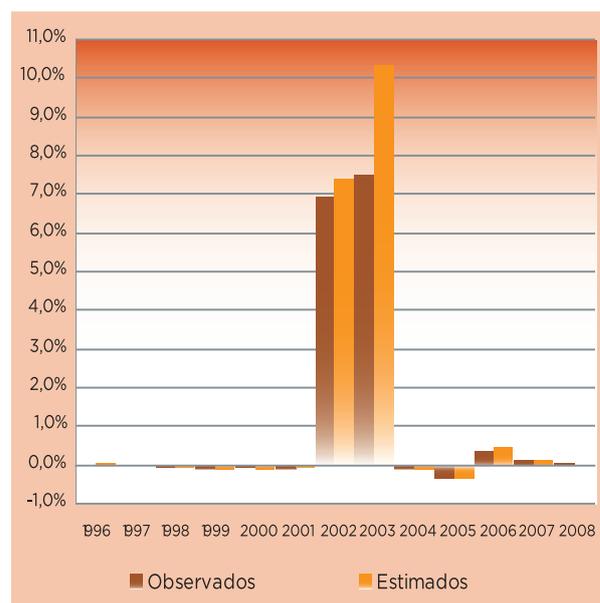
En este período el resultado de la descomposición explica una parte pequeña de la variación. La reversión en el saldo en cuenta corriente entre ambos períodos es de 7,62 pp. pero la estimación sólo captura 2,2 pp. Como se explicó, esto significa que tuvieron relevancia los términos de interacción. Incluyendo una estimación de los mismos, la aproximación alcanza 8,8 pp. de reversión en el resultado en cuenta corriente (Gráfico 5).

**Gráfico N°3**  
Descomposición de la Cuenta Corriente



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

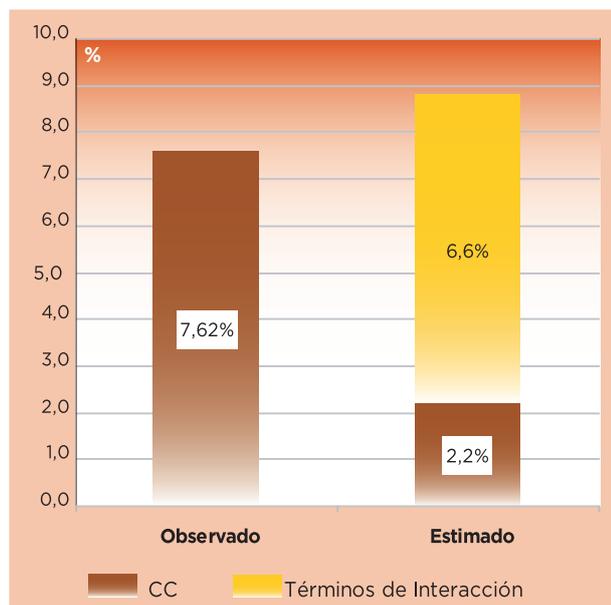
**Gráfico 4**  
Términos de Interacción



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

El Gráfico 6 muestra los resultados de la descomposición de efectos de la cuenta corriente. Se observa que entre estos períodos el aporte del efecto **términos del intercambio** a la reversión del saldo en cuenta corriente fue negativo (-1,1pp), esto es que hubo un empeoramiento en dichos términos. Mientras tanto, el aporte del dinamismo de la demanda exter-

## Gráfico 5 Descomposición de la Cuenta Corriente 1996-1998/2003-2005



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

na fue muy importante, concentrándose en la expansión de las exportaciones de bienes inducida por el aumento del comercio mundial, que aportó 4,4pp., y en menor medida por la expansión de las exportaciones de servicios, que sumaron 0,8pp. a la reversión del saldo. En conjunto, la evolución de las variables externas asociadas al comercio (el “viento de cola”) aportaron 4pp. sobre el total de 7,6pp.

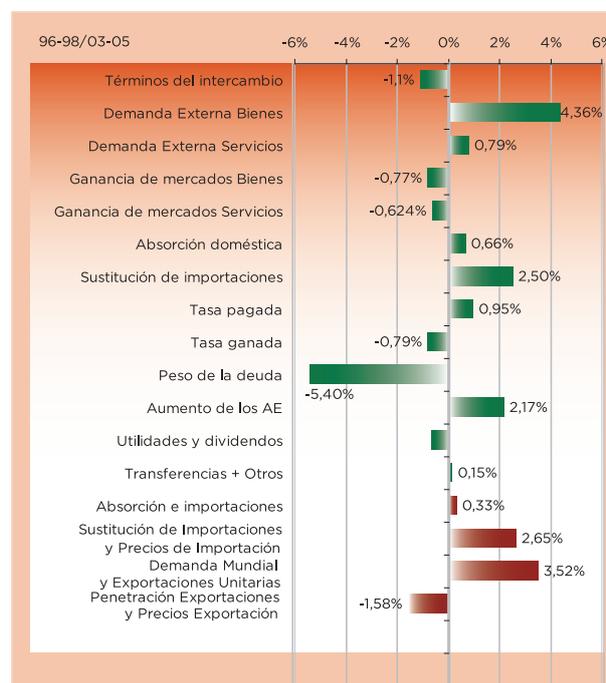
Los resultados indican también que en esta etapa se produjeron retrocesos en la participación en el mercado mundial de bienes y de servicios, con aportes negativos de -0,8pp. para bienes y de -0,6pp. para servicios. La ganancia de mercados, uno de los potenciales beneficios del sostenimiento de un tipo de cambio real competitivo, todavía no se corrobora. En cambio, el impulso a la sustitución de importaciones, otro efecto de la política cambiaria, aporta 2,5pp. a favor de la reversión del saldo en cuenta corriente. Esto confirma que con la depreciación de la moneda, el reemplazo de las importaciones por producción local ocurre en un plazo relativamente corto, mien-

tras que el desarrollo exportador requiere de un horizonte temporal más extendido.

La absorción interna promedio del período 2003-2005 fue menor que la de 1996-1998<sup>6</sup>, y por lo tanto tiró menos de las importaciones, aportando a la reversión del saldo en cuenta corriente de 0,7pp. La remisión de utilidades y dividendos, asociada a la evolución del nivel de actividad y a la tasa de rentabilidad de la economía, creció y aportó negativamente a la evolución de las cuentas externas -0,65pp<sup>7</sup>.

Por el lado de los determinantes financieros, el efecto de la tasa de interés implícita en los pagos de intereses fue positivo (0,95pp.), mientras que el efecto de la tasa percibida por los residentes fue negativo (-0,8pp.). Esta diferencia implica en términos netos una reducción en el saldo de intereses. En cuanto al aporte de

## Gráfico 6 Descomposición de la Cuenta Corriente 1996-1998/2003-2005



Nota: Las barras verdes corresponden a los efectos de primera vuelta; mientras que las marrones representan los términos de interacción. Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

<sup>6</sup> Esto pese a que el PIB de la segunda etapa fue mayor. Este resultado se explica por el cambio de signo de las exportaciones netas, que durante la convertibilidad aportaban negativamente al PBI, y en la etapa actual aportan positivamente.

<sup>7</sup> Ver nota al pie N°2

los *stocks*, se observa que el peso de la deuda se incrementó sustantivamente como consecuencia de la devaluación, y su aporte fue negativo en -5,4pp<sup>8</sup>. Por su parte, el aumento en las tenencias de activos externos por parte de residentes aportó 2,5pp. a la reversión del saldo en cuenta corriente, dada la fuerte huida de capitales ocurrida durante los últimos años de la Convertibilidad<sup>9</sup>. El efecto neto de intereses y *stocks* de deuda fue negativo (-3,1pp.), fundamentalmente como consecuencia de la devaluación.

Los términos de interacción completan la explicación. Al incorporarlos, los efectos de la mayor competitividad de la economía sobre la cuenta comercial vuelven a cobrar fuerza explicativa. Concretamente, se observa que el aumento de los precios en pesos de las importaciones indujo una reducción en la demanda de esos bienes, lo que aportó 2,65pp. a la evolución de la cuenta corriente. Las importaciones se ven naturalmente desestimuladas por el aumento de sus precios en relación al resto de los bienes que se comercian en la economía doméstica. Además, el aumento del comercio mundial incentivó la expansión de la producción exportable y las cantidades exportadas (3,5pp.), lo que sugiere que fue la mejora en la rentabilidad de las actividades transables derivada de la devaluación la que estimuló una reacción favorable de la oferta ante la expansión de los mercados internacionales.

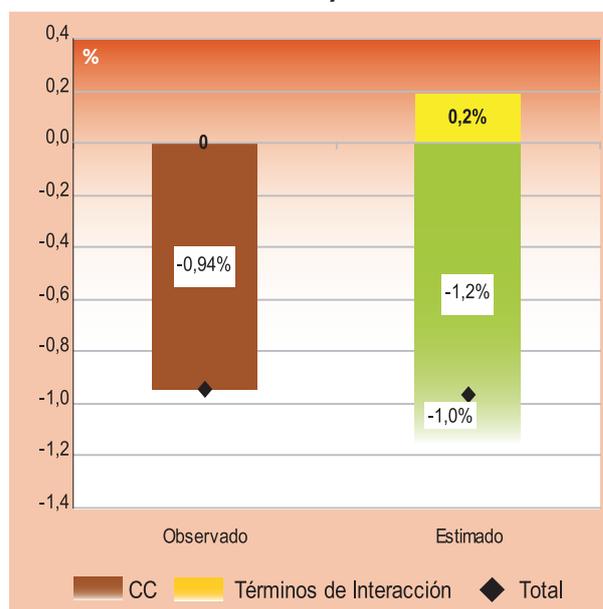
El balance entre los efectos asociados a las condiciones externas y las decisiones de política internas sugiere que la reversión del saldo en cuenta corriente fue posible gracias a un importante aporte del dinamismo de los mercados externos (si se considera el viento de cola comercial, aporta 7,6pp), que pudo ser aprovechado en alguna medida gracias a las mejores condiciones de oferta que generó la devaluación,

y al impacto del incremento en el tipo de cambio real sobre la sustitución de importaciones (los factores de política cambiaria aportaron 2,2pp.). Negativamente contribuyó en esta etapa el incremento del peso de la deuda, causado por el aumento del tipo de cambio nominal, compensado en parte por menores pagos de intereses (-0,3) y por el aumento del cobro de intereses por incremento del *stock* de activos externos de los argentinos<sup>10</sup>.

#### 4.2 Sostenimiento del Superávit en Cuenta Corriente (2003-2005/2006-2008)

La metodología propuesta permite identificar no solo los cambios de signo sino también las razones del **sostenimiento** del superávit desde 2003 en adelante. La comparación entre los períodos 2003/5 y 2006/8 indican que el resultado estimado se aproxima al observado:

**Gráfico 7**  
**Descomposición de la Cuenta Corriente 2003-2005/2006-2008**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

<sup>8</sup> Cabe señalar que se toma la relación deuda-PBI promedio de cada período, de modo que en esta descomposición no se refleja el efecto de la reestructuración de deuda de 2005.

<sup>9</sup> Entre 2001 y 2002 el saldo de la cuenta financiera del sector privado no financiero más Errores y Omisiones (proxy de los movimientos no registrados de capitales) sumó más de 31 mil millones de dólares, lo que equivale a 8 puntos del PIB de esos años.

<sup>10</sup> Probablemente solo una pequeña fracción de tales intereses realmente ingresaron a nuestra economía, ya que de ser reinvertidos en el exterior esa mejora de la cuenta corriente tuvo una contrapartida equivalente como egreso en la cuenta financiera.

un retroceso estimado de 1,2pp. contra el observado de 0,94pp. Los términos de interacción terminan de ajustar los resultados, que prácticamente coinciden (0,94pp. vs 1pp.).

Los resultados desagregados pueden observarse en el Gráfico 7. El análisis de los determinantes de la evolución del saldo en cuenta corriente indica que el “viento de cola” (que en este período se concentra en la mejora en los términos del intercambio), aporta 1,2pp. al sostenimiento del superávit en cuenta corriente. La demanda externa, a diferencia de lo observado previamente, contribuye negativamente en -0,6pp. sumando bienes y servicios. En conjunto los determinantes comerciales externos aportan tan solo 0,6pp. al sostenimiento del superávit.

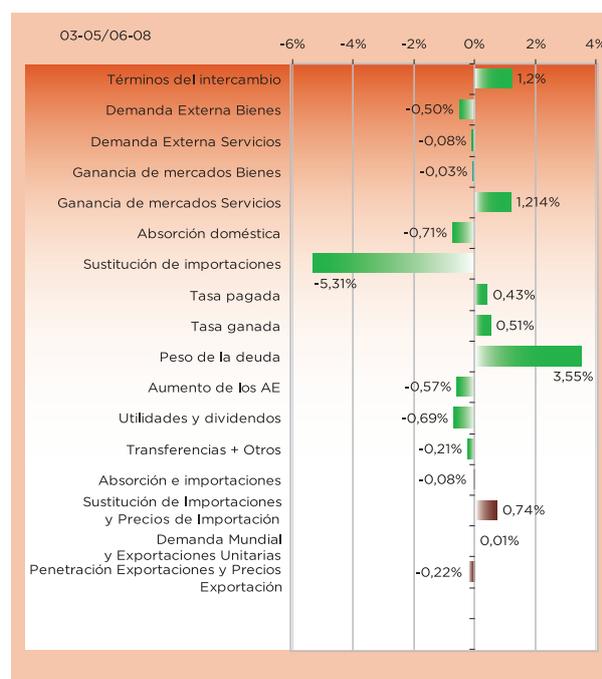
Las variables que responden al sostenimiento de un tipo de cambio real competitivo presentan comportamientos contrapuestos. La ganancia de mercados aportó en esta etapa significativamente al superávit, pero estuvo concentrada fundamentalmente en las exportaciones de servicios (1,2pp), que se revelaron como muy sensibles al sostenimiento de un cambio competitivo. En contraste, las exportaciones de mercancías crecieron a la par que el comercio mundial, con lo que aquí la ganancia de mercados fue prácticamente nula.

El aporte de la sustitución de importaciones al saldo en cuenta corriente se volvió claramente negativo (-5,3pp.), lo que confirma que la dinámica importadora reaccionó con elasticidad alta a la recuperación de la actividad. Esto sugiere que pese a mantener niveles altos de competitividad, un elevado crecimiento todavía genera efectos sobre la cuenta comercial, especialmente por la vía de compra de bienes intermedios y de capital.

Considerando la evolución de los determinantes de la cuenta corriente asociados a la actividad, se observa que la absorción interna realizó un aporte levemente negativo (-0,7pp); y lo mismo ocurrió con la remesas de utilidades y dividendos, que contribuyeron también con 0,7pp.

Los determinantes financieros aportaron en esta etapa significativamente al sostenimiento del superávit. La reducción del peso de la deuda externa, provocado por la reestructuración de la deuda externa pública y privada, aportó 3,55pp. al sostenimiento del superávit. Como consecuencia de esta reestructuración, la tasa pagada declinó y también contribuyó positivamente, (0,4pp.); y la tasa percibida aportó en el mismo sentido (0,5pp.). El signo positivo en estos dos efectos “tasa” revelan una reducción del *spread* argentino entre tasas activas y pasivas. La tasa pagada se redujo, mientras que la cobrada subió.

**Gráfico 8**  
**Descomposición de la Cuenta Corriente**  
**2003-2005/2006-2008**



Nota: Las barras verdes corresponden a los efectos de primera vuelta; mientras que las marrones representan los términos de interacción. Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

El efecto conjunto de las variables cuya evolución se puede asociar a la renegociación de la deuda fue de 4pp.

Como se anticipó, todos los determinantes de los términos de interacción presentan resultados muy próximos a cero, por lo que se juzgan irrelevantes.

En suma, en esta etapa la viabilidad del superávit en cuenta corriente, pilar de la estabilidad macroeconómica argentina, aparece determinado en parte por la mejora en los términos del intercambio (aunque en total, el viento de cola suma un modesto aporte de 0,7pp.), pero en mayor medida por el impacto de la política económica. Fundamentalmente por el aporte del exitoso proceso de reestructuración de la deuda pública y privada con los acreedores extranjeros, que aportó en total 3,82pp. Por otra parte, la ganancia de mercados de exportación de servicios reales estimulada por la política cambiaria permitió compensar en parte el efecto negativo de la mayor penetración de bienes importados, llegando a un efecto negativo total de los factores de política de 3,6pp.).

## 5. Reflexiones Finales

El objetivo planteado en esta Nota Técnica apuntaba a identificar los determinantes de la reversión en el saldo en cuenta corriente, y en particular a distinguir aquellos factores vinculados al “viento de cola” de los que están más ligados a la política económica. De la implementación de la metodología se desprende que ambos factores han sido determinantes para alcanzar primero y sostener

después un abultado superávit en cuenta corriente.

En la primera etapa de la pos-convertibilidad el cambio de signo en la cuenta corriente fue posible gracias al importante aporte del dinamismo de los mercados externos, que pudo ser aprovechado gracias a las mejores condiciones de oferta que generó la devaluación, y también al impacto del incremento en el tipo de cambio real sobre la sustitución de importaciones. Negativamente contribuyó en esta etapa el incremento del peso de la deuda, causado por el salto en el tipo de cambio nominal, compensado en parte por menores pagos de intereses.

En la segunda etapa, con la consolidación del crecimiento, el sostenimiento del superávit estuvo determinado en parte por la mejora en los términos del intercambio, pero en mayor medida por el impacto de la política económica. En primer lugar, por el aporte del exitoso proceso de reestructuración de la deuda pública y privada con los acreedores extranjeros; y en segundo término por la ganancia de mercados de exportación de servicios reales estimulada por la política cambiaria.



# Dinero y Bancos



## Dinero y Bancos

### Agregados Monetarios y Tasas de Interés Pasivas

Durante el 3° trimestre de 2010, los depósitos a plazo en pesos del sector privado mostraron un incremento de \$8.577 millones (+12,3%), explicado en mayor parte por el segmento de menos de \$1 millón (54,5% del total). Las nuevas colocaciones estuvieron concentradas en depósitos entre 59 y 179 días de plazo, al tiempo que los plazos fijos en moneda extranjera presentaron un leve aumento de US\$ 180 millones (+3,1%).

El incremento proporcional de las colocaciones a plazo mayoristas en el total de las mismas indujo a la estabilidad de la tasa de interés Badlar (por depósitos de más de \$1 millón de corto plazo), la cual solamente varió 13 p.b. en el período, mientras que la tasa de interés por plazo fijo minorista (menos de \$100.000) evidenció una suba de 1 p.b.

En tanto, los depósitos a la vista en moneda doméstica del sector privado mostraron un incremento de \$5.521 millones (+5,6%).

Según el informe de Seguimiento del Programa Monetario Tercer Trimestre de 2010 elaborado por el BCRA, el saldo promedio del M2 total se ubicó hacia fines de septiembre en \$221.243 millones, lo que representó un incremento interanual de 23,8%, ubicándose dentro del rango establecido por el programa modificado en agosto de 2010.

### Base Monetaria y Liquidez

La Base Monetaria (BM) experimentó en el 3° trimestre del 2010 un aumento de \$12.642 millones, registrando un alza considerablemente superior al del 3° trimestre del 2009, cuando se había expandido en \$673 millones. Los billetes y monedas en poder del público evidenciaron un avance de \$6.119 millones, en tanto que las reservas bancarias (compuestas por

efectivo en bancos y cuentas corrientes de las entidades financieras en el BCRA) presentaron un incremento de \$6.522 millones.

El principal factor que tuvo incidencia expansiva sobre la BM fue la compra neta de divisas por parte del BCRA, que indujo un incremento de \$14.095 millones en la liquidez doméstica. En el mismo sentido, las operaciones de pase con la autoridad monetaria y el sector público aumentaron la oferta de pesos en \$5.602 millones y \$5.318 millones en el trimestre, respectivamente. Esto fue compensado parcialmente por las colocaciones de Lebac y Nobac, que conllevaron un retroceso de la BM de \$12.198 millones.

Durante septiembre, la liquidez amplia de las entidades financieras (efectivo en entidades financieras, saldos en cuenta corriente en el BCRA, pases netos y Lebac y Nobac, como porcentaje de los depósitos totales en pesos) se ubicó en un 40,3%.

### Préstamos al Sector Privado y Tasas de Interés Activas

Los préstamos totales al sector privado no financiero (en pesos y dólares) continuaron creciendo durante el tercer trimestre del año, con un incremento de \$14.633 millones (+9,2%), alcanzando un stock de \$174.139 millones al 30 de septiembre, equivalente al 12,9% del PIB.

El crédito al sector privado en moneda doméstica mostró un alza de \$11.288 millones (+8,2%), explicado en mayor medida por la evolución de los préstamos comerciales, que se expandieron en \$5.606 millones (+10,3%). A su vez, el crédito al consumo evidenció un alza de \$4.507 millones (8,0%), en tanto que el crédito con garantía real avanzó en \$1.175 millones (+4,5%).

Por otro lado, el costo financiero evidenció una suba de 15 p.b. en el caso del crédito comercial y 83 p.b. para el financiamiento con garantía

real. Los préstamos al consumo evidenciaron un descenso de 45 p.b.

La irregularidad de cartera privada alcanzó durante septiembre del 2010 un 2,5% del total de las financiaciones, al tiempo que la exposición patrimonial al sector privado (cartera irregular total - provisiones por incobrabilidad / Patrimonio Neto) continúa en niveles negativos (-4%). La rentabilidad en su conjunto medida por el ROA se ubicó en 2,6%.

El mercado interbancario experimentó una suba del volumen negociado, mostrando en septiembre un incremento del 11,5% respecto de junio. La tasa de interés Call avanzó en dicho período 127 p.b.

## **Mercado de Cambios y Reservas Internacionales**

El resultado del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) registró un superávit de US\$ 3.309 millones. El saldo de la cuenta mercancías ascendió a US\$ 4.263 millones, evidenciando un incremento interanual de 34,1%. La Formación de Activos Externos alcanzó los US\$ 2.487 millones en el 3° trimestre del año, presentando un descenso del 16,6% respecto del mismo período de 2009.

Las reservas internacionales presentaron un aumento de US\$ 1.885 millones, alcanzando hacia el 30 de septiembre un stock de US\$ 51.125 millones.

## PRINCIPALES INDICADORES DE DINERO Y BANCOS

|  | 2003 - 2007 | 2008    | 2009 | III 09  | IV 09 | I 10    | II 10 | III 10  |
|--|-------------|---------|------|---------|-------|---------|-------|---------|
| <b>1 ACTIVOS Y PASIVOS DEL SISTEMA FINANCIERO</b>      |             |         |      |         |       |         |       |         |
| <b>En Millones de Pesos (1)</b>                        |             |         |      |         |       |         |       |         |
| Reservas Internacionales (en Dólares)                  |             | 47.789  |      | 45.347  |       | 47.918  |       | 50.522  |
| Base Monetaria   |             | 100.116 |      | 105.836 |       | 120.424 |       | 135.718 |
| Circulación Monetaria                                  |             | 73.866  |      | 82.287  |       | 94.314  |       | 104.820 |
| En Público   |             | 66.788  |      | 73.566  |       | 83.843  |       | 93.513  |
| En Entidades   |             | 7.079   |      | 8.721   |       | 10.472  |       | 11.307  |
| Cuenta Corriente en el BCRA                            |             | 26.250  |      | 23.549  |       | 26.110  |       | 30.897  |
| Lebac y Nobac  |             | 49.369  |      | 35.513  |       | 44.286  |       | 52.078  |
| Stock de Pases con el BCRA - Activos                   |             | 251     |      | 283     |       | 10      |       | 0       |
| Stock de Pases con el BCRA - Pasivos                   |             | 8.738   |      | 11.849  |       | 13.906  |       | 13.889  |
| Préstamos al Sector Privado                            |             | 118.993 |      | 134.082 |       | 141.772 |       | 164.575 |
| En Moneda Nacional                                     |             | 100.659 |      | 112.933 |       | 121.189 |       | 140.370 |
| Consumo  |             | 38.312  |      | 43.563  |       | 49.594  |       | 56.594  |
| Comerciales  |             | 39.532  |      | 44.599  |       | 46.551  |       | 57.159  |
| Hipotecarios   |             | 15.970  |      | 17.841  |       | 17.872  |       | 18.599  |
| Prendarios   |             | 6.846   |      | 6.930   |       | 7.173   |       | 8.018   |
| En Moneda Extranjera (en Dólares)                      |             | 5.795   |      | 5.522   |       | 5.361   |       | 6.141   |
| Depósitos del Sector Privado                           |             | 161.600 |      | 178.431 |       | 198.023 |       | 223.921 |
| En Moneda Nacional                                     |             | 138.425 |      | 140.448 |       | 159.287 |       | 180.184 |
| Cuenta Corriente                                       |             | 37.603  |      | 39.104  |       | 45.609  |       | 52.556  |
| Caja de Ahorro   |             | 33.130  |      | 35.955  |       | 40.146  |       | 45.598  |
| Plazo Fijo   |             | 60.674  |      | 58.488  |       | 66.057  |       | 74.024  |
| Otros  |             | 7.018   |      | 6.900   |       | 7.475   |       | 8.006   |
| En Moneda Extranjera (en Dólares)                      |             | 7.318   |      | 9.916   |       | 10.089  |       | 11.098  |
| <b>Agregados Monetarios Totales</b>                    |             |         |      |         |       |         |       |         |
| M1 (ByM + Cta Cte en Pesos)                            |             | 121.479 |      | 137.304 |       | 157.318 |       | 169.081 |
| M2 (M1 + Caja de Ahorro en Pesos)                      |             | 158.011 |      | 176.240 |       | 201.574 |       | 218.764 |
| M3 (ByM + Depósitos Totales en Pesos)                  |             | 261.793 |      | 275.516 |       | 307.978 |       | 359.202 |
| M3* (ByM + Depósitos Totales en Pesos y Dólares)       |             | 288.039 |      | 317.794 |       | 352.750 |       | 417.605 |
| <b>Agregados Monetarios Privados</b>                   |             |         |      |         |       |         |       |         |
| M1 (ByM + Cta Cte Priv en Pesos)                       |             | 104.391 |      | 112.364 |       | 129.453 |       | 146.069 |
| M2 (M1 + Caja de Ahorro Priv en Pesos)                 |             | 137.521 |      | 147.820 |       | 169.599 |       | 191.667 |
| M3 (ByM + Depósitos Privados en Pesos)                 |             | 205.213 |      | 214.201 |       | 243.131 |       | 273.697 |
| M3* (ByM + Depósitos Totales en Pesos y Dólares)       |             | 228.388 |      | 249.431 |       | 281.867 |       | 317.434 |
| <b>2 TASAS DE INTERÉS</b>                              |             |         |      |         |       |         |       |         |
| <b>Nominal Anual</b>                                   |             |         |      |         |       |         |       |         |
| Lebac 90 días  |             | 11,2    |      | 14,4    |       | 12,2    |       | 12,2    |
| Pases Pasivos 1 día                                    |             | 8,9     |      | 9,7     |       | 9,0     |       | 9,0     |
| Interbancaria - Call                                   |             | 10,0    |      | 9,8     |       | 8,6     |       | 9,3     |
| Badlar   |             | 13,5    |      | 12,7    |       | 9,6     |       | 10,4    |
| Plazo Fijo < \$100 mil                                 |             | 10,5    |      | 11,3    |       | 9,0     |       | 9,0     |
| Prime (2)  |             | 19,5    |      | 15,0    |       | 10,5    |       | 10,6    |
| Tasas de Interés Activas                               |             |         |      |         |       |         |       |         |
| Consumo  |             | 29,4    |      | 33,1    |       | 31,2    |       | 29,5    |
| Comerciales  |             | 20,4    |      | 20,7    |       | 17,6    |       | 16,6    |
| Hipotecarios   |             | 12,9    |      | 14,0    |       | 13,3    |       | 14,1    |
| Prendarios   |             | 17,6    |      | 21,0    |       | 17,6    |       | 17,2    |
| <b>3 INDICADORES DE SOLIDEZ DEL SISTEMA FINANCIERO</b> |             |         |      |         |       |         |       |         |
| <b>En Porcentaje</b>                                   |             |         |      |         |       |         |       |         |
| Liquidez   |             | 27,9    |      | 30,1    |       | 30,9    |       | 28,8    |
| Crédito al Sector Público                              |             | 12,8    |      | 13,7    |       | 14,1    |       | 13,0    |
| Irregularidad de Cartera Privada                       |             | 3,1     |      | 3,8     |       | 3,4     |       | 2,7     |
| Exposición Patrimonial al Sector Privado               |             | -3,3    |      | -2,2    |       | -3,2    |       | -3,9    |
| ROA  |             | 1,6     |      | 2,2     |       | 2,2     |       | 2,5     |
| Integración de Capital                                 |             | 16,8    |      | 17,8    |       | 18,9    |       | 17,8    |
| Posición de Capital                                    |             | 90,0    |      | 92,3    |       | 100,0   |       | 88,0    |

(1) Excepto indicación contraria.

(2) A partir de 2009 corresponde a la tasa de interés por adelantos en cuenta corriente en moneda nacional hasta 7 días de plazo desde \$10 millones

Fuente: BCRA

# Política Monetaria no Convencional

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

## 1. Introducción

La inesperada magnitud y persistencia de la crisis financiera de 2007-2008 generó a nivel global importantes respuestas de política económica que tuvieron por objeto morigerar el impacto de la misma sobre el funcionamiento de los mercados globales y preservar así los niveles de actividad económica y ocupación. La política monetaria no escapó al campo de acción de los distintos países. En vista de la dimensión de la disrupción financiera, los principales bancos centrales del mundo aplicaron una serie de medidas novedosas que no muestran precedentes en la historia económica reciente (de los países desarrollados al menos) por la magnitud, la velocidad de respuesta y la amplia variedad de instrumentos utilizados.

Esta batería de medidas “inusuales” para el marco teórico vigente en los años previos al colapso financiero implicaron la caracterización de tales instrumentos como “no convencionales” por un vasto y creciente cuerpo de literatura que ha surgido en los últimos dos años. Dentro de esta caracterización han caído todas las instancias de política monetaria distintas a la habitual práctica de administración de una tasa de interés de corto plazo, tal como dictaba el “consenso” académico, que se encontraba ampliamente difundida entre los principales bancos centrales del mundo durante los años previos a la crisis (Woodford, 2008; Blanchard, 2008; Alessina y Stella, 2010).

Dicho paradigma asume que la política monetaria tiene la finalidad de atender a las fluctuaciones cíclicas normales de la economía con el objetivo primordial de contener las presiones inflacionarias, dado que, según esta postura, la estabilidad de precios es condición necesaria para propiciar el crecimiento económico en el largo plazo. Considerando la ampliación

de los instrumentos empleados por los bancos centrales que siguió al advenimiento de la crisis, varios autores trataron de dar cuenta de los nuevos mecanismos de transmisión de la política monetaria que fueron puestos en funcionamiento y la posible efectividad de estas nuevas medidas de política.

El presente documento pretende ser una reseña de los principales cambios que se registraron en los procedimientos de la política monetaria en vista del colapso financiero internacional, a la vez que se discute la efectividad de los nuevos mecanismos de transmisión que subyacen a las medidas de política y las perspectivas de las mismas para el corto plazo. El resto del trabajo se encuentra organizado de la siguiente manera. En la sección 2°, se presentan los principales antecedentes en materia de instrumentos y objetivos de la política monetaria con el propósito de entender por qué las medidas de política implementadas por algunos bancos centrales fueron denominadas como novedosas. En la sección 3°, se efectúa una primera aproximación al concepto de política monetaria “no convencional” y se define una tipología para la clasificación de la misma. En la sección 4°, se repasan las principales medidas adoptadas por la Reserva Federal de Estados Unidos en materia de política monetaria que pueden ser denominadas como “no convencionales”. En la sección 5°, se analiza la literatura que surgió con el objetivo de incluir en el marco analítico vigente las nuevas medidas de política monetaria adoptadas con la crisis, así como estudiar el grado de operatividad de los distintos canales de transmisión de la política monetaria en vista de los acontecimientos recientes. En la sección 6°, se analizan las perspectivas de la nueva ronda de flexibilización monetaria anunciada por la Fed a principios de noviembre de este año. Finalmente, en la sección 7°, se presentan algunas reflexiones finales.

## 2. Un poco de Historia

Entendidas en términos amplios, las acciones de política monetaria no son más que cambios en la composición y/o el tamaño de la hoja de balance de la autoridad monetaria, destinados a afectar los precios y cantidades del sistema financiero y de las carteras privadas en general.<sup>1</sup> A partir de la segunda posguerra, las herramientas y los objetivos de la política monetaria mostraron cambios recurrentes, adecuándose a la evolución de las circunstancias de la economía mundial y al paradigma teórico vigente.

Borio y Lowe (2004) presentan una descripción de las diferentes etapas que signaron el accionar de la política monetaria durante dicho período.<sup>2</sup> En las décadas de 1950 y 1960 se asistió a lo que los autores denominaron el “auge del crédito”. Las restricciones a las tasas de interés y a las cantidades de las hojas de balance del sistema financiero, así como la implementación de programas de distribución del crédito y políticas de administración de la demanda, eran prácticas de uso difundido en países como EE.UU., Japón y Europa Continental.

Por otro lado, la década de 1970 se caracterizó por el “auge del dinero”, ya que los hacedores de política comenzaron a aplicar programas de metas sobre el crecimiento en las cantidades de dinero. El fuerte aumento en el precio del petróleo y las consecuentes presiones inflacionarias que afectaron a los países desarrollados acentuaron la búsqueda de un ancla nominal que se encuentre bajo el control directo de la

autoridad monetaria. Estos programas de metas cuantitativas, de ascendencia monetarista, estaban basados en el supuesto de estabilidad de la demanda de dinero, de modo tal que la función primordial del banco central consistía en alinear las necesidades de liquidez del público (demanda de dinero) con la oferta monetaria bajo el supuesto de que todo aumento (exógeno) en la oferta de dinero que supere el de la demanda genera inflación.

A partir de la década de 1980, el *boom* de las innovaciones financieras y la liberalización irrestricta de los mercados a nivel global socavaron la base de sustentación del monetarismo, dado que la volatilidad inducida sobre la demanda de dinero dificultó ostensiblemente el procedimiento de adecuación entre oferta y demanda de dinero.<sup>3</sup> Estas circunstancias contribuyeron al surgimiento de importantes cambios en las herramientas de política monetaria, que comenzó a volcarse gradualmente a la administración de una tasa de interés particular (denominada “de referencia”) por parte de los bancos centrales.

El procedimiento estándar de gestión de las tasas de interés consiste en la fijación de una meta para una tasa de interés de corto plazo del mercado monetario interbancario, que es alcanzada por medio de operaciones de mercado abierto efectuadas por la autoridad monetaria.<sup>4</sup> Dado que la tasa de interés interbancaria representa el costo de oportunidad de acumular reservas bancarias y que, por definición, el banco central posee el monopolio de la oferta de las mismas, en circunstancias normales la autoridad monetaria cuenta con

<sup>1</sup> Si bien esta última resulta la práctica habitual, es de destacar que en circunstancias específicas el sector público no financiero puede estar involucrado en la estrategia de política monetaria, como se verá más adelante para el caso de la Reserva Federal de Estados Unidos.

<sup>2</sup> Si bien esto resulta un ejercicio infructuoso en vista de las no linealidades que subyacen a los cambios en los procedimientos de la política monetaria en los últimos sesenta años, ésta reseña se establece únicamente con fines orientativos y con el objetivo de abordar más adelante el actual proceder de la política monetaria.

<sup>3</sup> La denominada endogeneidad del dinero no es nueva, sino que tiene larga data en la historia de la teoría monetaria. Sin embargo, sólo en los últimos años esta formulación ha retomado algún papel relevante para la teoría económica dominante.

<sup>4</sup> En líneas generales, se entiende por operaciones de mercado abierto a transacciones mediante las cuales un banco central y los bancos comerciales intercambian activos con distinto nivel de liquidez, como por ejemplo títulos públicos y reservas bancarias.

amplios grados de libertad para controlar esta tasa de interés de corto plazo.<sup>5</sup>

Por intermedio de operaciones de arbitraje, las modificaciones en la tasa de interés de corto plazo se traducirían en cambios en el resto del espectro de tasas de interés de la economía, influyendo en las decisiones de consumo e inversión del sector privado y afectando a la demanda agregada, de modo de moderar las fluctuaciones del ciclo económico. Durante las últimas dos décadas, surgieron varias experiencias de regímenes monetarios que utilizaron como instrumento la tasa de interés y fijaron metas numéricas para la inflación (*inflation targeting*), que parecieron relativamente exitosos en el objetivo de la contención inflacionaria.<sup>6</sup>

En los años previos a la crisis, las discusiones de política monetaria tanto en el ámbito académico como en el de la práctica se vieron enmarcadas en este esquema de tasa de interés de referencia como mecanismo para controlar las presiones inflacionarias y el ciclo económico. Si bien existía un claro consenso respecto de la herramienta adecuada para llevar adelante la política monetaria, se plantearon ciertas dudas respecto del alcance y la potencia de la misma.

Por ejemplo, ciertos autores destacaron que la persistencia de inflación baja y estable, principal objetivo de la política monetaria, puede llevar a que los índices de precio no sean capaces de identificar fuentes de fragilidad financiera (o que lo hagan con cierto rezago) que sí pueden reflejarse en el crecimiento excesivo del crédito y/o del precio de los activos financieros. De este modo, la política monetaria debería de atender y reaccionar a las señales del mercado de crédito y otros activos financieros

además de aquellas provenientes del mercado de bienes (Bordo y Jeanne, 2002; Leijonhufvud, 2007).

Este debate respecto del rol de la política monetaria en el seguimiento de los ciclos de crédito ocupa hoy un espacio central. El advenimiento de la crisis internacional y las medidas de política implementadas por los principales bancos centrales del mundo indujeron abruptos cambios tanto en la composición como en el tamaño de su hoja de balance que no necesariamente tuvieron como meta intermedia la afectación de la tasa de interés de referencia, lo que significó un vuelco fundamental en el paradigma instrumental vigente.

Más específicamente, se observó que los diferentes bancos centrales a lo largo del mundo respondieron a los impulsos recesivos de la crisis global con herramientas novedosas e idiosincráticas cuyo objetivo excedió ampliamente el control inflacionario.

### 3. Política Monetaria “No Convencional”

Borio y Disyatat (2009) definen a la política monetaria no convencional o “de hoja de balance” como un procedimiento mediante el cual un banco central busca afectar las condiciones financieras amplias de manera más directa, por medio de cambios sustanciales en su hoja de balance, en términos de tamaño, composición y perfil de riesgo.

Sin embargo, la diferencia fundamental respecto de la política de tasa de interés de corto plazo radica en el hecho de que la política monetaria no convencional busca establecer metas sobre segmentos que exceden al mer-

<sup>5</sup> El hecho de que el banco central pueda ejercer este control sobre los precios y/o cantidades del mercado interbancario resultará crucial más adelante para la definición de política monetaria “no convencional”.

<sup>6</sup> Al respecto, Vega y Winkelried (2005) presentan evidencia a favor de la hipótesis de que las metas de inflación inducen una reducción en el nivel y la volatilidad de la inflación. Cecchetti y Ehrmann (2002) encuentran que aquellos bancos centrales que aplicaron metas de inflación tendieron a reducir la volatilidad de la inflación, pero a costa de incrementar la volatilidad del producto y del empleo.

Tabla 1

| IMPACTO EN LA HOJA DE BALANCE DEL SECTOR PRIVADO |   |   |   |
|--|---|---|---|
|  | Cambio de la Exposición a Moneda Extranjera   | Cambio en la Composición de la Deuda del Sector Público | Cambio en los Perfiles de Deuda Intra Sector Privado y Sector Privado/Público |
| <b>Segmento</b>                                  | Tipo de cambio                                | ★   |   |
| <b>Meta del Mercado</b>                          | Administración de deuda y cuasi-deuda pública | ★ ★   |   |
|  | Crédito privado                               |   | ★ ★ ★   |
|  | Reservas bancarias                            |   |   |

★ Política de tipo de cambio;  
 ★★ Política de administración de deuda y cuasi-deuda pública;  
 ★★★ Política de crédito privado.  
 Fuente: Borio y Disyatat (2009)

cado interbancario y sobre los cuales el banco central, en general, posee un menor control.<sup>7</sup>

En la Tabla 1 se presenta la tipología propuesta por los autores para clasificar las distintas medidas no convencionales aplicadas por los principales bancos centrales durante la reciente crisis.

Los distintos tipos de política estarían caracterizados por: (a) el impacto en la estructura de la hoja de balance del sector privado; (b) el segmento meta del mercado. Al mismo tiempo, se distinguen cuatro categorías amplias de políticas de hoja de balance: política de tipo de cambio, política de administración de deuda (y/o cuasi-deuda) pública, política de crédito privado (sobre segmentos específicos de activos privados) y política de reservas bancarias.

Corresponden algunas consideraciones respecto de dicha clasificación. En primer lugar, las categorías mencionadas en el párrafo anterior no resultan de ningún modo excluyentes entre sí. De hecho, como se verá más adelante, la política aplicada por la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) - sobre todo luego de la caída del banco de inversión *Lehman Brothers* - estuvo signada por importantes cambios en las reservas bancarias que tuvieron como correlato políticas

de crédito privado y políticas de administración de la deuda pública.

En segundo término, acciones de política monetaria como la intervención cambiaria resultan en la actualidad prácticas habituales de varios países, como es el caso de Argentina y algunos países asiáticos como Corea del Sur, Tailandia y China.<sup>8</sup> Para estos bancos centrales, la política monetaria orientada a establecer algún tipo de meta sobre el tipo de cambio no tendría, en el sentido estricto de la expresión, componente “no convencional” alguno.<sup>9</sup> De hecho, la intervención cambiaria es un práctica ineludible en países con regímenes de tipo de cambio administrado que, además, es acompañada habitualmente por políticas de esterilización que utilizan instrumentos de deuda y cuasi-deuda pública con el objetivo de contrarrestar el efecto monetario de las compras/ ventas de moneda extranjera por parte de la autoridad monetaria.

Tercero, y como se verá en la próxima sección, las operaciones de política monetaria no convencional tienen fuertes implicancias en materia fiscal, de modo tal que para estudiar los efectos de la misma es necesario considerar la posición consolidada de los sectores público financiero (banco central) y no financiero (Tesoro).

<sup>7</sup> De hecho, cualquier segmento sobre el cuál el banco central no posea el monopolio de la oferta o de la demanda de un activo (como sí es el caso de las reservas bancarias) es susceptible de ser menos controlable por parte de la autoridad monetaria.

<sup>8</sup> Para un análisis sobre las razones que motivan la política de intervención cambiaria véase Levy-Yeyati, E. y Sturzenegger, F. (2007).

<sup>9</sup> Sin embargo, esa sería la denominación que recibiría en virtud de la tipología presentada más arriba, que considera “no convencional” a toda política que exceda a las operaciones realizadas por el banco central en el mercado interbancario.

Finalmente, estas nuevas medidas reabren la discusión respecto de los canales de transmisión de la política monetaria. En líneas generales, es posible considerar dos mecanismos diferenciados por medio de los cuales los cambios en la hoja de balance de la autoridad monetaria se traducirían en modificaciones en los precios y cantidades de la cartera del sector privado.

El primero de ellos puede denominarse canal de señalización (*signalling*): el anuncio de que el banco central está preparado para participar en operaciones que involucran activos ilíquidos puede apuntalar la confianza de los inversores en dicho activo, reduciendo el premio por iliquidez, estimulando el nivel de transacciones y afectando positivamente el precio del mismo. En segundo lugar, se encuentra el canal tradicional de balance de portafolios (*portfolio-balance*): cuando los activos (y pasivos) son sustitutos imperfectos, los cambios en la oferta relativa inducida por las operaciones del banco central afectan la composición de las carteras del sector privado y pueden alterar el comportamiento del público en general.

En todo caso, y como se menciona más arriba, la dinámica de la crisis y la imposibilidad de continuar utilizando la tasa de interés (por haber llegado a un límite inferior cercano a 0%<sup>10</sup>) como instrumento primordial en el accionar de la autoridad monetaria, ha generalizado el uso de instrumentos novedosos, aún cuando persiste el gran desafío de estas herramientas de política no convencionales: el menor control sobre los instrumentos relevantes que posee el banco central en relación al manejo de la tasa de interés nominal de corto plazo.

#### 4. La respuesta de la Reserva Federal

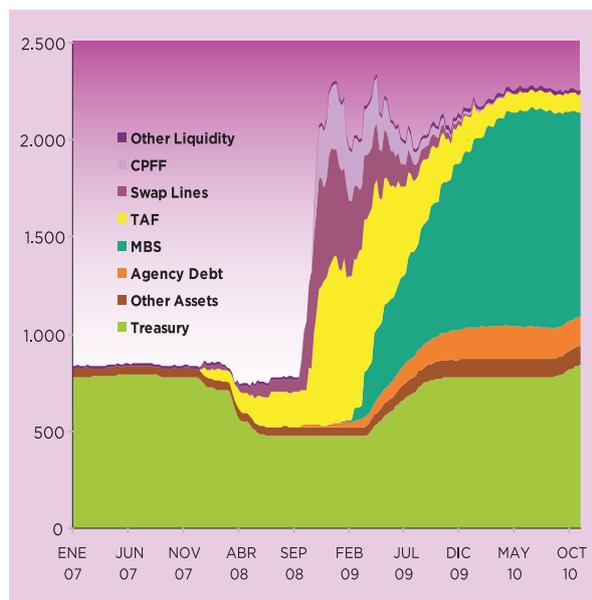
Las medidas de política monetaria no convencionales no resultaron únicamente patrimonio del banco central de Estados Unidos, sino que gran parte de los bancos centrales del mundo actuaron en esta dirección. Por ejemplo, el

Banco de Inglaterra (BoE) o el Banco Central Europeo (BCE) tomaron medidas de naturaleza similar para enfrentar los problemas de solvencia gestados en el sector privado con el estallido de la crisis (Lenza, Pill y Reichlin, 2010). No obstante, el caso de la Fed resulta suficientemente ilustrativo dada la variedad y magnitud de las operaciones instrumentadas en los últimos años.

En términos del impacto que tuvieron las medidas de política monetaria sobre el tamaño y en la composición de la hoja de balance de la Fed, es posible distinguir dos etapas bien diferenciadas (Lavoie, 2010). Luego de las primeras señales de deterioro en las condiciones del mercado financiero, en septiembre de 2007 la Fed implementa la primera de una serie de reducciones en la tasa de interés interbancaria (conocida como *Fed Funds Rate*), que constituye su instrumento convencional de política monetaria.

En el marco de diferentes medidas temporarias de inyección de liquidez,<sup>11</sup> la Fed instru-

**Gráfico 1**  
**Activos de la Reserva Federal**  
En miles de millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a la Reserva Federal de EE.UU.

<sup>10</sup> Existen trabajos recientes que buscan explorar este punto. Por ejemplo, recientemente Eggertsson y Krugman (2010) analizan el impacto de un shock de desapalancamiento sobre la efectividad de la política monetaria.

<sup>11</sup> Ver Nota Técnica 2 del Informe Económico Trimestral N° 65.

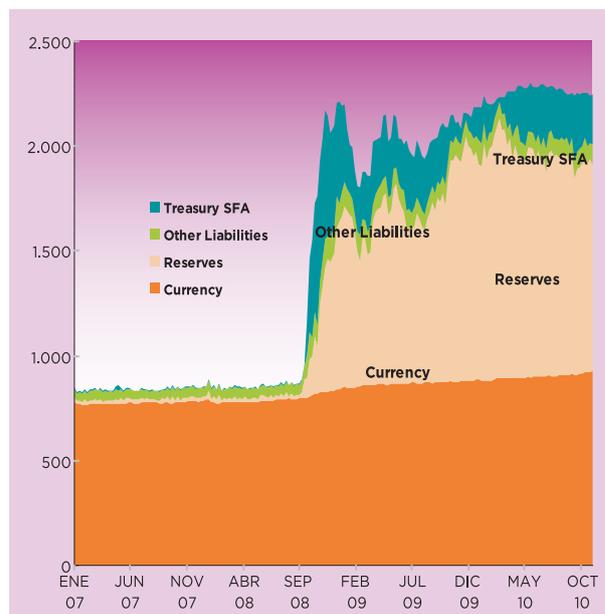
menta la *Term Auction Facility* (TAF), que consistió en líneas de crédito colateralizadas por un período de 1 a 3 meses, mucho más largo que lo usual. Hasta septiembre de 2008 la Fed neutralizó el efecto expansivo de esta operatoria por medio de la venta de *Treasuries* y operaciones repo, de modo tal que el tamaño del balance de la Fed se mantuvo prácticamente inalterado (ver Gráfico 1) aunque dados los cambios en su composición, sí se produjo un aumento de la liquidez en el activo de las entidades financieras (al menos, en el corto plazo).<sup>12</sup>

Con la caída de *Lehman Brothers* y el salvataje de la aseguradora *American International Group* (AIG) en septiembre de 2008, los bancos redujeron drásticamente su propensión a prestarse entre sí y la demanda de reservas (depósitos de las entidades financieras en la Fed y que constituyen su principal resguardo de liquidez) creció precipitadamente.

En este contexto de virtual congelamiento en el mercado interbancario, la Fed inyectó mediante el *Treasury Supplementary Financing Program* (SFP) enormes cantidades de liquidez, adquiriendo *Mortgage Backed Securities* (MBS) y *Commercial Papers* (CP) (estos últimos por intermedio del programa *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF)) creando en simultáneo un aumento precipitado en el nivel de reservas bancarias.<sup>13</sup> De este modo, la Fed adquirió en su activo los activos considerados tóxicos por el mercado, emitiendo a cambio dólares con el objetivo de recomponer la base de capital de las entidades financieras<sup>14</sup>.

Como se advierte en el Gráfico 1, esta vez el

**Gráfico 2**  
**Pasivos de la Reserva Federal**  
En miles de millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a la Reserva Federal de EE.UU.

activo y el pasivo de la Fed crecieron marcadamente, dado que el incremento en las tenencias de activos privados no fue compensado por la reducción de las tenencias de activos públicos (*Treasuries*). La diferencia en el crecimiento de ambas partidas tuvo como correlato un incremento sin precedentes en los pasivos de la autoridad monetaria, sobre todo en las reservas bancarias, que aumentaron en pocos meses en más de 100 veces (ver Gráfico 2).

En este contexto de incertidumbre respecto de los niveles de solvencia sistémica, la Fed pareció evidenciar notables dificultades para adecuar la oferta de reservas bancarias a una inestable demanda del mercado, lo cuál se tra-

<sup>12</sup> Esta primera respuesta de política descansaba en la creencia de que la crisis que enfrentaba el sistema financiero de EE.UU. era de liquidez y no de solvencia. En efecto, el objetivo de la TAF fue incrementar de modo transitorio la posición de liquidez de los bancos para superar las condiciones de estrés del mercado financiero.

<sup>13</sup> Los *Mortgage Backed Securities* (MBS) son obligaciones de deuda que representan un reclamo sobre la liquidez de pools de préstamos hipotecarios. Habitualmente, se encuentran relacionados con propiedades residenciales. Los *Commercial Papers* son notas de corto plazo emitidas por las corporaciones. Los vencimientos son de hasta 270 días, pero su promedio es de 30 días. Las empresas utilizan esta opción, generalmente, para financiar transacciones corrientes, siendo ésta una alternativa menos costosa que un préstamo bancario. Ver Nota Técnica 2 del Informe Económico Trimestral N° 65.

<sup>14</sup> Este efecto monetario fue neutralizado parcialmente por medio licitaciones de *Treasuries* efectuadas por el Tesoro, que fueron adquiridos por el sector privado.

dujo en un menor control efectivo en la tasa de interés de política. Desde el 15 de septiembre (quiebra de *Lehman Brothers*) hasta el 17 de diciembre de 2008, la tasa *Fed Funds* efectiva se ubicó en más de un 90% de la ocasiones por debajo de su meta. Como se observa en el Gráfico 3, el propósito de reducir esta brecha, implicó que entre octubre y diciembre de 2008 la Fed transitara por distintos esquemas de administración de tasas de interés.<sup>15</sup> Así, a partir del 6 de octubre comenzó a remunerar las reservas bancarias con el objetivo de evitar una excesiva caída de la *Fed Funds* por debajo de su *target*, operando de facto en un sistema denominado *corridor* (corredor).<sup>16</sup>

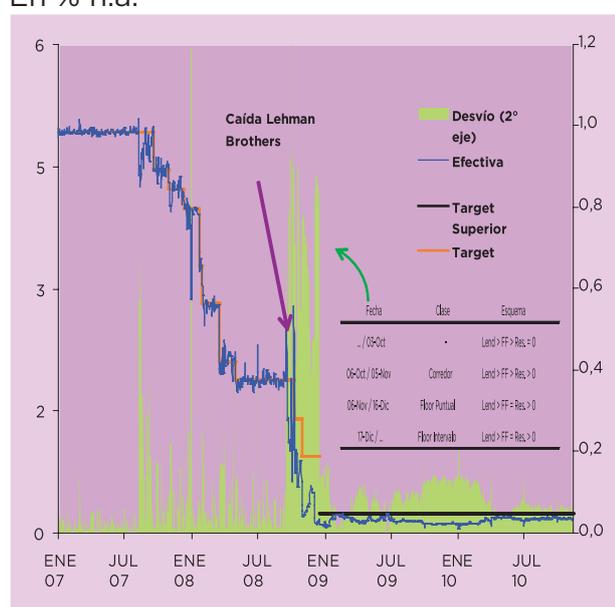
Luego, desde el 6 de noviembre y hasta el 16 de diciembre, la Fed estableció un sistema del tipo *floor*, en el cual la meta de la *Fed Funds* se ubica en el mismo nivel que la remunera-

ción a las reservas. Finalmente, a partir del 17 de diciembre, la Fed reconoció su incapacidad de llevar adelante un control preciso de la *Fed Funds*, anunciando que la misma se ubicaría en un intervalo de 0 - 0,25%. *Lavoie* (2010), sostiene que este fenómeno de tasas efectivas reducidas responde a que no todos los participantes del mercado *Fed Funds* son elegibles para recibir un interés por la tenencia de reservas, lo que implica un menor poder de negociación para los mismos y lo que a su vez los lleva a percibir un menor interés por su exceso de reservas.<sup>17</sup>

A partir de mediados de diciembre, la diferencia existente entre el *target* de la *Fed Funds* y su nivel efectivo se redujo sustancialmente hasta alcanzar niveles aceptables desde un punto de vista histórico (ver Gráfico 3). Asimismo, desde el 2° trimestre de 2010 se observa cierto estancamiento en el crecimiento del tamaño del balance de la Fed,<sup>18</sup> junto con la progresiva cancelación de una porción relevante de las líneas de crédito TAF y CPFF. No obstante, instrumentos como los MBS representan más del 45% del activo de la Fed hacia principios de noviembre de 2010.

**Gráfico 3**  
**Tasa de Interés *Fed Funds***

En % n.a.



Fuente: Elaboración propia en base a la Reserva Federal de St. Louis.

## 5. Literatura Reciente

Estos acontecimientos sin precedentes en la historia económica reciente crearon la necesidad de adecuar el marco conceptual para el análisis de la política monetaria que, como se mencionó con anterioridad, estaba dominado por un esquema en el cuál el banco central debía decidir respecto del nivel de una tasa de interés nominal de corto plazo, alcanzado mediante sencillas operaciones de mercado abierto que involucraban deuda o cuasi-deuda pública y reservas bancarias. Este esquema analítico era utilizado tanto por los adherentes

<sup>15</sup> La tasa de interés Lend que aparece en la tabla del Gráfico 3 es aquella que aplica para líneas de crédito otorgadas por la Fed a las entidades financieras con problemas de liquidez. El hecho de que se ubique por encima de la *Fed Funds* resalta el carácter punitivo de la misma.

<sup>16</sup> Esta denominación responde al hecho de que la tasa de interés *Fed Funds* debería de ubicarse en algún punto intermedio entre la tasa de interés *lending* y la remuneración de las reservas.

<sup>17</sup> Ejemplos de esto último son las entidades *Fannie Mae* y *Freddie Mac*.

<sup>18</sup> Aunque recientemente la Fed anunció una nueva ronda de expansión en su hoja de balance (véase la sección VI).

a la visión denominada como “nuevo consenso” (véase Woodford, 2003 ó Weber, 2006), como por los partidarios del “dinero endógeno” (véase por ejemplo a Wray, 2007 o Lavoie, 2010).<sup>19</sup>

Entre los principales exponentes de la visión del “nuevo consenso”, Cúrdia y Woodford (2010) fueron de los primeros en adecuar el marco analítico de equilibrio general dinámico estocástico (o DSGE por su sigla en inglés) para el tratamiento de las nuevas medidas de política monetaria. Los autores sugieren que la falta de análisis sobre los efectos que el tamaño y la composición en la hoja de balance del banco central pueden tener en el modelo macroeconómico estándar radica en la conocida hipótesis de la irrelevancia desarrollada por Wallace (1981). Según esta última, el precio de mercado de un activo viene dado por el valor presente de los flujos de ingresos que se espera obtener por la posesión del mismo. En tanto que el intercambio de activos que se da entre el banco central y el sector privado no afecte la magnitud real de los recursos disponibles para el consumo en cada uno de los estados de la naturaleza posibles, no existe razón para suponer un cambio en el precio de los activos (Wallace, 1981).

Para dar cuenta de los efectos reales de las políticas de hoja de balance, Cúrdia y Woodford (2010) desarrollan un enfoque en base a imperfecciones en los mercados financieros dentro de un marco analítico consistente con el desarrollado por el “nuevo consenso”. La premisa básica del trabajo es el rechazo al canal de transmisión *portfolio-balance* que descansa en el supuesto de que las operaciones de mercado abierto del banco central afectan los precios relativos de los activos involucrados.

Para entender mejor este punto, considérese por ejemplo las compras selectivas de activos MBS efectuadas por la Fed luego de la caída

de *Lehman Brothers*. Para la visión *portfolio-balance*, el incremento de la demanda de MBS por parte de la Fed induce un incremento en el precio relativo de este activo y una caída en el rendimiento actual. Por el contrario, para la hipótesis de irrelevancia, en tanto no cambie el valor presente de los flujos esperados de dicho activo, el intercambio de activos entre el banco central y el sector privado no tendría porque afectar el precio del mismo.

La razón de esto último es sencilla. El hecho de que la Fed incremente su tenencia de activos MBS no cambia la exposición al riesgo de no pago que enfrenta el conjunto del sistema. De hecho, una situación de *default* de hipotecas que afecte negativamente los flujos a devenir por los MBS en cartera del banco central, induciría pérdidas en la hoja de balance de la autoridad monetaria que serían trasladadas al Tesoro. A su vez, el Tesoro debería incrementar los impuestos para sostener un nivel de gasto dado, motivo por el cual el sector privado terminaría absorbiendo las pérdidas. En tales circunstancias, el público tenedor de MBS no estará dispuesto a aceptar hoy un descenso en el rendimiento del activo, en vista de la posibilidad de tener que hacer frente a eventuales incrementos de impuestos en el futuro.<sup>20</sup>

Las derivaciones de esta hipótesis no son triviales: ni el tamaño ni la composición del balance del banco central importan en la determinación de precios y cantidades, o dicho de otro modo, las operaciones de mercado abierto no deberían tener efectos sobre las decisiones del sector privado. De este modo, la hipótesis de irrelevancia implica la inoperancia absoluta de la política monetaria en la determinación del equilibrio macroeconómico.<sup>21</sup> Sin embargo, para la validez de la misma es necesario hacer uso de dos supuestos clave, a saber: (a) los activos son valuados únicamente por su retorno pecuniario; (b) todos los inversores pueden

<sup>19</sup> Véase por ejemplo Fontana y Palacio Vera (2005) y Fontana (2006) para una caracterización de estas dos corrientes teóricas.

<sup>20</sup> Nótese que la analogía de este razonamiento con el de la hipótesis de equivalencia ricardiana es directa.

<sup>21</sup> En otros términos, la hipótesis de irrelevancia implica que las operaciones de mercado abierto no tienen efecto alguno sobre el crecimiento del producto y/o la dinámica de los precios.

comprar cantidades arbitrarias del mismo activo a los mismos precios de mercado.

En estado puro, la hipótesis de irrelevancia cuenta con serios problemas empíricos, dado que el incremento de la oferta de reservas por parte de la Fed como resultado de compras de mercado abierto de *Treasuries* no debería tener efecto alguno sobre los precios de estos bonos (dejando a su vez inalterado su rendimiento), lo cual se contradice con la realidad, ya que esa es justamente la práctica habitual para inducir cambios en la tasa de interés de política que se trasladan a modificaciones en las tasas de interés del resto de la economía.

En el modelo de Cúrdia y Woodford, lo que en realidad hace a la efectividad de las operaciones de mercado abierto es la particularidad de uno de los pasivos involucrados en la transacción, a saber, las reservas bancarias. El elemento clave del razonamiento es que los bancos no demandan reservas por motivos pecuniarios, ya que estas últimas están siempre dominadas en rendimiento, sino porque ofrecen otra clase de retorno, al suministrar al tenedor servicios transaccionales.

Si bien esto último implica abandonar el supuesto (a), la hipótesis de irrelevancia se debilita pero no se anula: cualquier operación de mercado abierto que no involucre cambios en la tenencia de pasivos monetarios por parte del sector privado mantiene inalterados los precios de los activos, de los bienes y la asignación de recursos. Entonces, el volumen de la oferta monetaria importa para el equilibrio macroeconómico, pero resulta indistinta la contrapartida contable de dicha operación en el balance del banco central y, por lo tanto, serían irrelevantes las compras selectivas de activos implementadas por la Fed.

Sin embargo, Cúrdia y Woodford muestran que existe evidencia de que las facilidades de crédito de la Fed y los programas de compra selectivos sí afectaron los precios de los acti-

vos. Para explicar este fenómeno, los autores abandonan el supuesto (b), asumiendo que solo ciertos especialistas tienen el expertise requerido para invertir en ciertos activos, como los *Commercial Papers* (CP). En tal caso, los *shocks* que afecten negativamente los fundamentos de dichos activos derivarían en un incremento del rendimiento relativo de los mismos. De este modo, si la Fed compra CP en cierta magnitud no es posible que se produzca una caída de la demanda equivalente por parte del sector privado, dado que existen individuos que, al no poseer CP en su cartera, no pueden reducir su exposición a los mismos aunque el accionar de la autoridad monetaria afecte a la distribución del riesgo en los distintos estados de la naturaleza a la cuál está sujeta la cartera del agente.

En este caso, el accionar de la Fed forzaría una modificación en el perfil de riesgo de la cartera de los agentes privados, afectando los precios relativos de los activos y rompiendo con la hipótesis de irrelevancia aplicada a la política monetaria.

Este esquema de análisis tiene implicancias bien definidas en términos de los efectos de la política monetaria. La expansión de la oferta de reservas bancarias estimula la demanda agregada bajo circunstancias normales, dado que es el medio habitual por medio del cual la Fed controla la tasa *Fed Funds*, pero una vez que la oferta de reservas es suficiente para llevar la tasa de interés a cero, no hay razón para pensar que aumentos ulteriores de la oferta de reservas incrementarán la demanda agregada.

Esto es así porque una vez que los bancos no tienen que resignar algún retorno pecuniario con el propósito de acumular reservas, no existe razón para suponer que las reservas suministran, en el margen, algún servicio de liquidez. De este modo las políticas de *quantitative easing* (es decir, políticas de expansión en el nivel de reservas bancarias) se tornan inefectivas del lado del pasivo cuando la tasa de interés se encuentra cercana a cero.<sup>22</sup>

<sup>22</sup> Borio y Disyatat (2009) caracterizan al *quantitative easing* como un enfoque de política que cuenta con los siguientes rasgos: (a) metas explícitas para las reservas bancarias; (b) compromiso condicional a mantener un nivel de reservas bancarias dado en el futuro; (c) incrementar la compra de activos del gobierno para facilitar el cumplimiento de las metas establecidas para las reservas bancarias.

Sin embargo, alcanzado este punto la existencia de segmentación en el mercado de activos privados genera el espacio para que las compras selectivas de la autoridad monetaria afecten el precio relativo de ciertos instrumentos. El saneamiento inducido en las hojas de balance por medio de esta operatoria sería uno de los principales canales a través de los cuales la política monetaria se tornaría efectiva, induciendo una suerte de efecto riqueza en la cartera del sector privado.

Utilizando un enfoque alternativo, Lavoie (2010), hace una lectura de los acontecimientos recientes en materia de política monetaria a la luz de la hipótesis de dinero endógeno. Al igual que Cúrdia y Woodford, el autor sostiene que, en ciertas circunstancias, las tasas de interés y la magnitud de las reservas bancarias pueden “divorciarse” entre sí, aunque los canales a través de los cuales opera la política monetaria serían distintos.

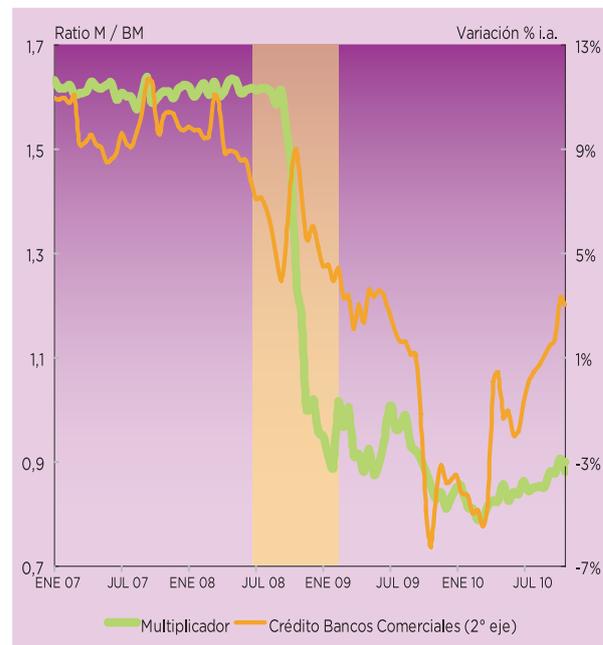
Por ejemplo, en un esquema *floor* como el mencionado más arriba (en el cual la tasa de interés de referencia se fija en el mismo nivel que la remuneración de las reservas bancarias), una vez que la oferta de reservas excede a la demanda la tasa de interés de corto plazo se mantendrá en su nivel *floor*, y por lo tanto sobre su meta.

En tal caso, con un nivel suficiente de exceso de reservas, la autoridad monetaria dispondría de dos instrumentos de política, con cierto grado de independencia entre sí, en lugar de uno solo, lo cual derivaría en una serie de ventajas: (a) en el caso de una operación de inyección de liquidez, el banco central no debe neutralizar las operaciones en un sistema *floor* con el objetivo de mantener inalterada la tasa de referencia (por ejemplo, mediante la emisión de quasi-deuda), lo cual redundaría en una disminución del costo fiscal; (b) haciendo uso del sistema *floor* y proveyendo importantes cantidades de reservas a la tasa interbancaria vigente (que en este esquema iguala al

rendimiento de las reservas), el banco central colabora con la remoción del riesgo de crédito del sistema de pagos; (c) para los economistas *mainstream*, la última ventaja vendría dada por el hecho de que un importante exceso de reservas induciría a los bancos a realizar más préstamos.

Este último punto adquiere particular relevancia en términos de implicancias para la política monetaria. Para el autor, en el caso de la Fed la creación de reservas bancarias fue el correlato necesario de una política de *credit easing* del lado del activo.<sup>23</sup> De hecho, la expansión de las reservas bancarias (*quantitative easing*) no habría sido en sí mismo el fin último de la respuesta de política monetaria: además de que no todo el incremento en el activo de la Fed se tradujo en un aumento de las reservas, solo una porción menor del crecimiento de las reservas se trasladó a un incremento de la oferta

#### Gráfico 4 Crédito Bancario y Multiplicador EE.UU.



Fuente: Elaboración propia en base a la Reserva Federal de St. Louis.

monetaria, lo que se reflejó en una fuerte caída en el multiplicador del crédito (ver Gráfico 4).

<sup>23</sup> El término *credit easing* se refiere a la provisión de créditos a un amplio rango de entidades financieras privadas, así como a las compras de Treasury u otro tipo de deuda garantizada por el gobierno (Borio y Disyatat, 2009). En esta categoría estarían incluidos los programas de crédito y las compras selectivas de activos implementadas por la Fed, descritos en la sección 4.

Parece importante remarcar que el hecho de que haya regresado al centro de la escena la discusión en torno a la efectividad del incremento de la oferta de reservas bancarias como mecanismo para favorecer la expansión del crédito doméstico al sector privado no financiero por parte de los bancos muestra que, en este sentido, el debate cuenta con una arista con escaso margen no convencional o novedoso.

Respecto de esto último, Borio y Disyatat (2010), afirman que “los oficiales de préstamos no realizan sus decisiones de crédito después de chequear la posición de reservas bancarias de su banco en el banco central”, agregando que “el nivel de crédito es determinado por la voluntad de los bancos de ofrecer créditos, basados en su percepción del *trade off* entre riesgo-retorno, y por la demanda de préstamos”. De este modo, el monto total de crédito se determina endógenamente por la interacción entre las preferencias de liquidez de los bancos y la demanda de crédito por parte del sector privado. En este sentido, “los requerimientos de reservas y el grado de remuneración de las mismas no son restricciones cuantitativas, sino que afectan al costo de intermediación” (Borio y Disyatat, 2010).

Siguiendo una línea de razonamiento similar, Fullwiler y Wray (2010) sugieren que existen tres motivos para pensar la ineffectividad del incremento de las reservas bancarias como mecanismo impulsor del crédito privado. En primer lugar, la demanda de reservas bancarias por parte de los bancos sería una “demanda derivada” de la demanda de crédito por parte del sector privado. Según esta postura, la manera en que un banco extiende un crédito es creando depósitos: las reservas bancarias son requeridas entonces para operaciones de *clearing* (liquidación) o para ser acumuladas como encaje. En segundo lugar, el exceso de reservas bancarias con que cuentan las entidades financieras en la actualidad bastaría en sí mismo para crear un volumen de crédito de billones de dólares, sin ser necesario un incremento ulterior de las mismas.

Finalmente, dada la fragilidad de las condiciones de solvencia en las que se encuentra todavía el sector privado de EE.UU. (que fue de hecho una de las causantes de las crisis), resultaría al menos problemático promover un mayor nivel de endeudamiento de los hogares y las empresas.

A diferencia de la visión presentada por Cúrdia y Woodford, Lavoie sostiene explícitamente que la efectividad de la política monetaria depende de manera crucial de la demanda de crédito, además de la oferta por parte de los bancos. En este sentido, la reducida propensión a prestar de las entidades financieras en EE.UU. se vería agravada por la escasa demanda de crédito proveniente del sector privado, ocasionada por el significativo deterioro de las hojas de balance de los hogares y la incertidumbre que afecta a las decisiones de las empresas, lo cual impondría serias limitaciones para que la Fed logre inducir un aumento en la creación privada de crédito por medio de políticas del tipo *quantitative easing*.

Desde una perspectiva más empírica, Lenza, Pill y Reichlin (2010), encuentran que las acciones de política monetaria no convencional de la Fed, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra fueron altamente efectivas a la hora de estabilizar la contracción de crédito en los mercados interbancarios y la caída del producto posterior al colapso de Lehman Brothers, aunque no encuentran evidencia que justifique efectos expansivos de las mismas. Estos resultados parecen generar ciertas dudas respecto del rol expansivo sobre el producto de las políticas de expansión monetaria una vez superados los episodios de mayor estrés financiero.

## 6. Perspectivas Sobre Nuevas Rondas de Expansión Monetaria

El día 3 de Noviembre, el *Federal Open Market Committee* (FOMC)<sup>24</sup> comprometió a la Fed a reinvertir las ganancias derivadas de las tenencias de activos adquiridos en el epicentro

<sup>24</sup> Comité a cargo de tomar las decisiones de política monetaria de la Fed.

de la crisis internacional y a emitir dólares adicionales con el objetivo de adquirir bonos del Tesoro de mediano y largo plazo, en vista de los decepcionantes resultados que la política monetaria implementada hasta el momento ha tenido en términos de crecimiento económico, recuperación en el nivel de empleo y sostenimiento de una tasa de inflación estable.

En conjunto, ambas medidas totalizarían unos USD 900 mil millones de dólares (USD 300 mil millones en reinversiones y USD 600 mil millones de nueva emisión) equivalentes al 6% del PIB de Estados Unidos. En el debate público, esta expansión monetaria ha sido denominada como *quantitative easing 2* (QE2), entendiéndose que comprende una segunda etapa luego de la primera ocurrida en septiembre - noviembre de 2008 (*quantitative easing 1* o QE1).

En términos de los objetivos buscados, el FOMC postuló que esta medida pretende promover una mayor ritmo de crecimiento en la actividad económica y evitar una deflación en los precios al consumidor. En este sentido, parece importante resaltar los canales por los cuales la autoridad monetaria de los Estados Unidos busca alcanzar estos resultados (Portes, 2010; Thornton, 2010):

1. Promover una caída en las tasas de interés de mediano plazo, es decir, aquellas que pagan las familias y las empresas, de modo tal de incentivar el consumo y la inversión privada.
2. Inducir una devaluación del dólar frente a las monedas de los principales socios comerciales de EE.UU., de modo tal de impulsar la demanda de exportaciones y fortalecer la posición del sector externo
3. Favorecer una recuperación en la hoja de balance del sector privado mediante un aumento en el precio de los activos financieros, lo cual impactaría positivamente en el nivel de gasto privado por medio de una suerte de “efecto riqueza”.

Debe advertirse rápidamente que existen im-

portantes dudas respecto de la operatividad del primer canal. Thornton (2010), sugiere basándose en el trabajo empírico de Gagnon *et al.* (2010), que el impacto potencial del QE2 sobre las tasas de interés de mediano plazo sea probablemente marginal y que esta mayor disponibilidad de fondeo no tendría efectos sobre la oferta de crédito bancario, teniendo como destino las reservas que el sistema financiero posee en la Reserva Federal.

Dicho de otro modo, la idea de que la ausencia de crédito accesible responde a un problema de fondeo implica asumir que el escaso dinamismo del financiamiento se explica por problemas de oferta. Sin embargo, durante el último año y medio, los bancos recuperaron márgenes de solvencia con reservas excedente por USD 1 billón como consecuencia de la primera ronda de expansión monetaria: el incremento de la liquidez derivado de la compra de activos tóxicos por la Fed fue absorbido en gran medida por las entidades financieras (ver Gráficos 1 y 2), que buscaban sanear sus hojas de balance en vista de la elevada exposición a activos de alto riesgo, lo que generó un derrumbe en los “multiplicadores” del crédito (ver Gráfico 4).

Asimismo, Thornton (2010) menciona que aún cuando la medida tenga impacto sobre las tasas de interés y la oferta de crédito, esto no debería alterar de modo significativo las decisiones de inversión del sector privado, ya que estas no responden tanto a los movimientos en la tasa de interés como a las perspectivas respecto de la dinámica presente y futura del crecimiento económico.

En segundo lugar, tampoco resulta evidente que la devaluación del dólar pueda alcanzarse con esta medida (Portes, 2010). La idea intuitiva que sustenta la esperada devaluación de la moneda de Estados Unidos se explica porque los menores retornos de los activos financieros esperados en EE.UU. inducirían la salida de capitales, en busca de mayores rendimientos en mercados emergentes, forzando la apreciación de sus respectivas monedas respecto del dólar. Sin embargo, no debería tomarse

como dada la respuesta de política por parte de países que, por ejemplo, sigan estrategias de crecimiento del tipo *export led growth* o pretendan moderar la volatilidad de los flujos financieros. De hecho, es posible que los hacedores de política de esos países busquen evitar la apreciación de sus monedas, lo que daría lugar a una guerra de monedas (*currency war*) que dispare sucesivas rondas devaluatorias, bloqueando el objetivo buscado por la Fed e impactando negativamente en el comercio internacional.

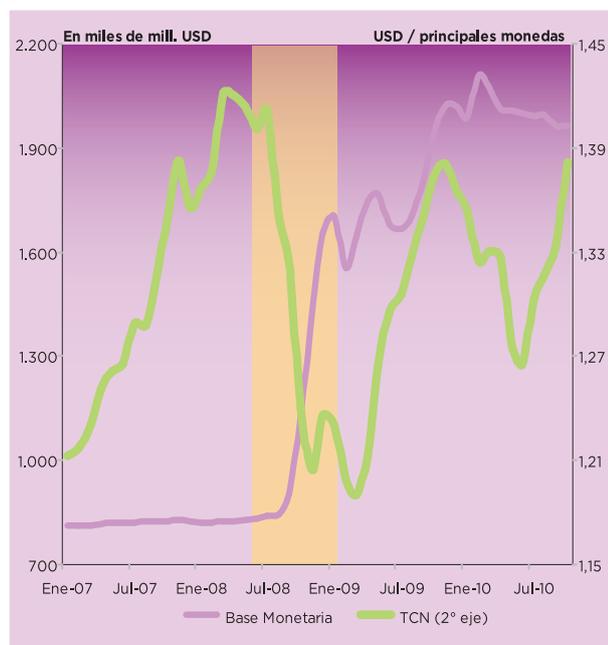
Fullwiler y Wray (2010) muestran un mayor grado de escepticismo respecto del impacto del QE2 sobre los flujos de capitales y los déficits de cuenta corriente. Según los autores, cualquier efecto del QE2 sobre el valor del dólar provendría de su efecto sobre las expectativas. Si, como sugieren, el QE2 no tiene impacto alguno sobre la economía de EE.UU., tarde o temprano se diluirá la base de sustentación de la creencia de que el tipo de cambio sufrirá modificaciones. De este modo, cualquier cam-

bio en el valor del dólar que siga al anuncio del QE2 será necesariamente temporal.

Por otro lado, vale la pena notar que durante las etapas iniciales del QE1 ocurrió exactamente lo contrario a lo que se espera del QE2: la fuerte expansión en la Base Monetaria de EE.UU. se dio en simultáneo a una marcada apreciación del dólar (ver Gráfico 5), lo cual habría sido consecuencia de la coexistencia del QE1 con el fenómeno de *flight to quality*.<sup>25</sup> En este sentido, si el contexto global induce un alza en la percepción del riesgo, los movimientos de capitales pueden buscar refugio en el dólar y así apreciarlo, independientemente del sesgo expansivo de la política monetaria de la Fed.

Por último, el impacto que las subas en la cotización de los activos puede tener sobre el gasto privado dependerá en última instancia la posición financiera de hogares, firmas y bancos de los EE.UU. La baja en las tasas de interés sobre los *Treasuries* es susceptible

**Gráfico 5**  
**Base Monetaria y TCN EE.UU**



Fuente: Elaboración propia en base a la Reserva Federal de St. Louis.

**Gráfico 6**  
**FOR (Financial Obligations Ratio) de los Hogares**

Pagos de deuda totales como % del Ingreso Personal Disponible

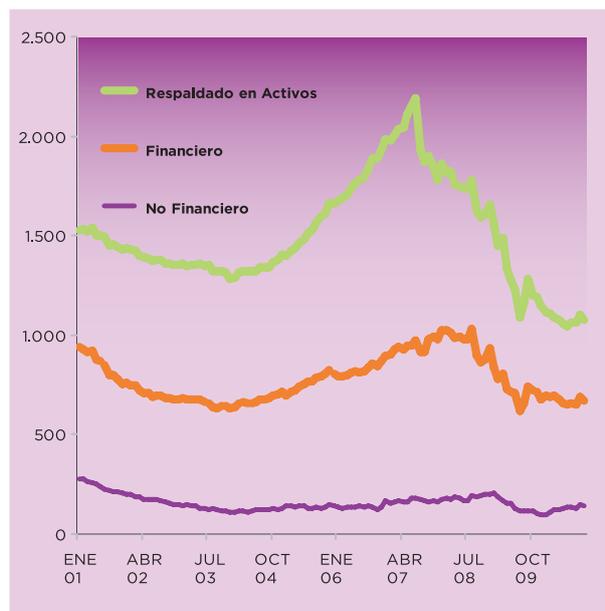


Fuente: Elaboración propia en base a la Reserva Federal de EE.UU.

<sup>25</sup> Se denomina comúnmente *flight to quality* al proceso de adquisición compulsiva de activos considerados libres de riesgo (como los bonos del Tesoro de EE.UU.) como respuesta a un incremento repentino en la aversión al riesgo de los mercados.

de incentivar la toma de posiciones de mayor riesgo en EE.UU. (y el extranjero) con aumentos en el precio de inversiones alternativas, por ejemplo, las acciones: el incremento observado entre marzo de 2009 y marzo de 2010 en

**Gráfico 7**  
**Mercado de Commercial Papers**  
Stocks - En miles de millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a la Reserva Federal de EE.UU.

el *Dow Jones* implica un aumento en la riqueza de los hogares.

Asimismo, el peso de los pagos de deuda sobre el ingreso personal de los hogares ha caído marcadamente desde los máximos observados en los momentos pre-crisis y esta caída no muestra signos evidentes de detención (ver Gráfico 6). En el mercado de deuda corporativa (Gráfico 7), la caída parece haberse estancado, aunque no se perciben signos de recuperación en los montos operados, fundamentalmente, en los segmentos de ABS (*Asset-Backed Securities*).

En conjunto, antes de aplicarse el QE2 el mercado de crédito de EE.UU. se mostraba estancado y sin signos evidentes de recuperación, sosteniendo el proceso de desapalancamiento financiero y recomposición en la posición

de liquidez y solvencia de los bancos. Puede observarse que en línea con los diferentes desarrollos teóricos mencionados en esta Nota Técnica, la nueva ronda de expansión monetaria no parecería inducir modificaciones sustanciales sobre la dinámica actual del mercado de crédito, ya que sus efectos sobre el volumen de financiamiento y sus precios sería acotado y poco significativo. En igual sentido, cabe notar que si el QE2 es efectivo e induce la toma de mayores riesgos (con menores tasas en EE.UU. y un dólar más débil), los efectos sobre economías en desarrollo (y desarrolladas) pueden ser no triviales, generando devaluaciones preventivas y guerra de monedas.

## 7. Reflexiones Finales

El estallido de la crisis financiera derivó en importantes respuestas de índole monetaria por parte de los principales bancos centrales del mundo. La dimensión y el alcance de la disrupción financiera internacional motivaron la aplicación de medidas novedosas desde varios puntos de vista, que alteraron de manera significativa el marco analítico pre-existente para el abordaje la política monetaria.

A partir del desarrollo de la crisis, se advierte el surgimiento de una literatura orientada a adecuar el esquema de análisis de la política monetaria a las nuevas circunstancias. Tanto la operatividad de los mecanismos de transmisión tradicionales como la efectividad de los nuevos procedimientos de política monetaria sobre la economía real y financiera constituyen tópicos que se discuten con recurrencia en ámbitos académicos y no académicos (hacedores de política).

En todo caso, resulta innegable que los cambios inducidos por la crisis en las estrategias de política monetaria deben entenderse a la luz de las innovaciones financieras que en los últimos años transformaron la morfología del sistema financiero internacional.

En vista del anuncio de las nuevas medidas orientadas a impulsar los niveles de actividad en EE.UU., contrariamente a lo que podía pen-

sar hace unos pocos años, la política monetaria (y económica en general) parece estar lejos de retirarse del centro de la escena en el debate macroeconómico.

## 8. Bibliografía

Alessina, A. y A. Stella (2010) *"The Politics of Monetary Policy"*, NBER Working Paper N° 15856.

Blanchard, O. (2008) *"The State of Macro"*, NBER Working Paper N° 14259.

Borio, C. y P. Disyatat (2009) *"Unconventional Monetary Policies: An Appraisal"*, BIS Working Papers N° 292.

Bordo, M. y O. Jeanne (2002) *"Boom-Busts in Assets Prices, Economic Instability, and Monetary Policy"*, NBER Working Paper N° 8966.

Borio, C. y P. Lowe (2004) *"Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back from the Wilderness?"*, BIS Working Paper Series N° 157.

Cecchetti, S. y M. Ehrmann (2002) *"Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes"*, en *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms*, editado por Loayza, N. y K. Schmidt-Hebbel, Banco Central de Chile.

Cúrdia, V. y M. Woodford (2010) *"The Central Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy"*, documento preparando para la 75th Carnegie-Rochester Conference on Public Policy: *"The Future of Central Banking"*, 16-17 de Abril.

Eggertsson, G. y P. Krugman (2010) *"Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach"*. Mimeo.

Fontana, G. (2006) *"The 'New Consensus' View of Monetary Policy: A New Wicksellian Connection?"*, Levy Economic Institute Working Paper N° 476.

Fontana, G. y A. Palacio Vera (2005) *"Are Long-*

*Run Price Stability and Short-Run Output Stabilization all that Monetary Policy can Aim for?"*, Levy Economic Institute Working Paper N° 430.

Fullwiler, S. y R. Wray (2010) *"Quantitative Easing and Proposals for Reform of Monetary*

*Policy Operations"*, Levy Economic Institute Working Paper N° 645.

Lavoie, M. (2010) *"Changes in Central Bank Procedures during the Subprime Crisis and Their Repercussions on Monetary Theory"*, Levy Economic Institute Working Paper N° 606.

Leijonhufvud, A. (2007) *"Monetary and Financial Stability"*, CEPR Policy Insight N° 14.

Lenza, M.; H. Pill y L. Reichlin (2010) *"Monetary Policy in Exceptional Times"*, ECB Working Paper Series N° 1253.

Levy-Yeyati, E. y Sturzenegger, F. (2007). *"Fear of Appreciation"*. Centro de Investigación en Finanzas. UTDT.

Portes, R. (2010) *"Currency wars and the emerging-market countries"*. VOXEU, 4 de Noviembre.

Thornton, D. (2010) *"Would QE2 Have a Significant Effect on Economic Growth, Employment, or Inflation?"* FRB of Saint Louis, Economic Synopses N° 29.

Vega, M. y D. Winkelried (2005) *"Inflation Targeting and Inflation Behavior: A Successful Story?"*, *International Journal of Central Banking*, Vol. 1(3), Diciembre.

Wallace, N. (1981) *"A Modigliani-Miller Theorem for Open-Market Operations"*, *The American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, Jun., 1981, pp. 267-274.

Weber, A. (2006) *"The Role of Interest Rates in Theory and Practice: How Useful is the Concept of Natural Real Rate of Interest for Mone-*

*tary Policy?*”, *Inaugural GLS Shackle Biennial Memorial Lecture, St. Edmund’s College, Cambridge*.

Woodford, M. (2003) *“Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy”*, Princeton University Press.

Woodford, M. (2008) *“Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthe-*

*sis”*, documento preparado para la sesión *Convergence in Macroeconomics?*, conferencia anual de la *American Economics Association*, 4 de Enero.

Wray, R. (2007) *“Endogenous Money: Structuralist and Horizontalist”*, *Levy Economic Institute Working Paper N° 512*.

## Glosario de Abreviaturas y Siglas

**AFIP:** Administración Federal de Ingresos Públicos.

**ANSeS:** Administración Nacional de la Seguridad Social.

**AT:** Adelantos Transitorios.

**BADLAR:** Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate.

**BCB:** Banco Central de Brasil.

**BCE:** Banco Central Europeo.

**BCRA:** Banco Central de la República Argentina.

**BID:** Banco Interamericano de Desarrollo.

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

**BODEN:** Bonos del Estado Nacional.

**BONAR:** Bono de la Nación Argentina en pesos.

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

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

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

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

**BOJ:** Banco de Japón.

**Bovespa:** Bolsa de Valores del Estado de San Pablo.

**CABA:** Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

**CBA** Canasta Básica Alimentaria.

**CBT:** Canasta Básica Total.

**CGI:** Cuenta de Generación del Ingreso.

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

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

**CER:** Coeficiente de Estabilización de Referencia.

**CFI:** Coparticipación Federal de Impuestos.

**Com. Ext.:** Comercio Exterior.

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

**CyE:** Combustibles y energía.

**DE:** Derechos de Exportación.

**DGI:** Dirección General Impositiva.

**DGA:** Dirección General de Aduanas.

**DLI:** Demanda Laboral Insatisfecha.

**EE.UU.:** Estados Unidos.

**EIL:** Encuesta de Indicadores Laborales.

**EMAE:** Estimador Mensual de Actividad Económica.

---

**EMBI:** Emerging Markets Bond Index.

**EMI:** Estimador Mensual Industrial.

**ENGH:** Encuesta Nacional de Gastos de los Hogares.

**EPH:** Encuesta Permanente de Hogares.

**FCI:** Fondos Comunes de Inversión.

**FED:** Reserva Federal de EE.UU.

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

**FF:** Fideicomisos Financieros.

**FOB:** Free on Board (Libre a bordo).

**GBA:** Gran Buenos Aires.

**ha:** Hectárea.

**HICP:** Índice Armonizado de precios de la Eurozona.

**IBIF:** Inversión Bruta Interna Fija.

**ICC:** Índice del Costo de la Construcción.

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

**IED:** Inversión Extranjera Directa.

**IHT:** Índice de Horas Trabajadas.

**IILS:** Instituto Internacional de Estudios del Trabajo.

**IOO:** Índice de Obreros Ocupados.

**INDEC:** Instituto Nacional de Estadística y Censos.

**IPC:** Índice de Precios al Consumidor.

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

**IPI:** Índice de Precios Implícitos del PIB.

**IPIB:** Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor.

**IPIM:** Índice de Precios Internos al Por Mayor.

**IPMP:** Índice de Precios de las Materias Primas.

**IRD:** Inversión Real Directa.

**IS:** Índice de Salarios.

**ISAC:** Índice Sintético de Actividad de la Construcción.

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

**ISSP:** Indicador Sintético de Servicios Públicos.

**ITCRM:** Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral.

**IVA:** Impuesto al Valor Agregado.

**IVF:** Índice de Volumen Físico.

**LATAM:** Latinoamérica.

**LEBAC:** Letras del Banco Central (Argentina)

**LI:** Línea de Indigencia.

**LP:** Línea de Pobreza.

---

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

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

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

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

**MBS:** Mortgage Backed Securities.

**MEM:** Mercado Eléctrico Mayorista.

**MERCOSUR:** Mercado Común del Sur.

**Merval:** Mercado de Valores de Buenos Aires.

**MINAGRI:** Ministerio de Agricultura Ganadería y Pesca.

**MM3 / día:** millón de m<sup>3</sup> por día..

**MOA:** Manufacturas de Origen Agropecuario.

**MOI:** Manufacturas de Origen Industrial.

**MOPRE:** Módulos Previsionales.

**MTEySS:** Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

**MULC:** Mercado Único y Libre de Cambios.

**n.a.:** Nominal Anual.

**NAFTA:** Tratado de Libre Comercio de América del Norte.

**NOBAC:** Notas del Banco Central (Argentina).

**OPEP:** Organización de Países Exportadores de Petróleo.

**OCDE:** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

**pb.:** Puntos Básicos.

**p.p.:** Puntos Porcentuales.

**PEA:** Población Económicamente Activa.

**PIB:** Producto Interno Bruto.

**PJyJH:** Plan Jefas y Jefes de hogar.

**PM 2008:** Programa Monetario 2008.

**PP:** Productos primarios.

**Prom.:** Promedio.

**Prom. móv.:** Promedio móvil.

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

**REM:** Relevamiento de Expectativas de Mercado.

**ROA:** Return on Asset.

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

**RTA:** Remuneración al Trabajo Asalariado.

**SAFJP:** Superintendencia de Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones.

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

**SIJP:** Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones.

---

**SIPA:** Sistema Integrado Previsional Argentino.

**SMI:** Sistema Monetario Internacional.

**SPNF:** Sector Público no Financiero.

**SPNF:** Sector Privado No Financiero.

**SMVM:** Salario Mínimo Vital y Móvil.

**TCR:** Tipo de cambio real.

**TI:** Términos de Intercambio.

**Tn:** Tonelada.

**TN:** Tesoro Nacional.

**TNA:** Tasa Nominal Anual.

**UCI:** Utilización de la Capacidad Instalada.

**UE:** Unión Europea.

**US\$:** Dólares Americanos.

**UVP:** Unidades Vinculadas al PIB.

**VAB:** Valor agregado bruto.

**Var.:** variación.

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

**XN:** Exportaciones Netas.

---