

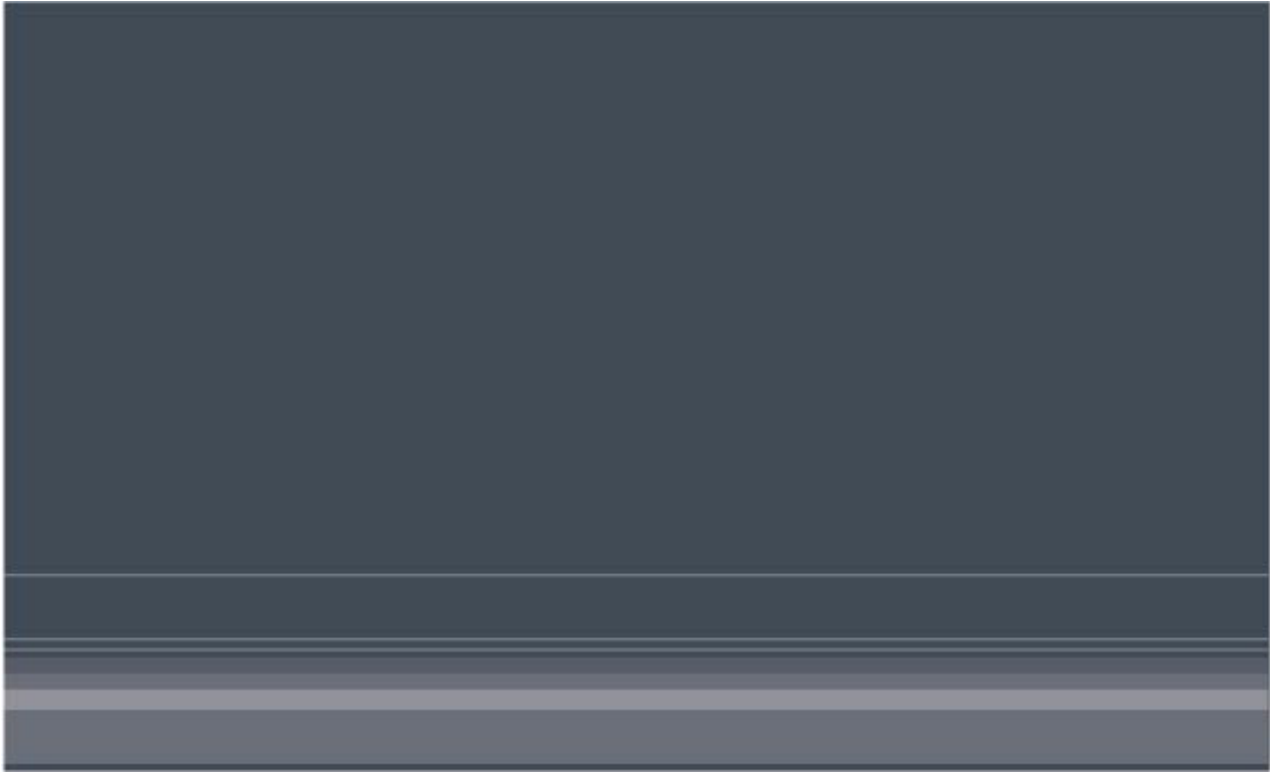


INFORME ECONÓMICO

Cuarto Trimestre de 2008

REPÚBLICA ARGENTINA

Secretaría de Política Económica
Subsecretaría de Programación Económica



El informe económico es una publicación realizada por la Subsecretaría de Programación Económica
Este ejemplar ha sido editado en el mes de Noviembre de 2009

Autoridades

Ministro de Economía y Finanzas Públicas

Lic. Amado Boudou

Secretario de Política Económica

C. P. Roberto Feletti

Subsecretario de Programación Económica

Lic. Hugo Andrade



Autoridades

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

Secretaría Legal y Administrativa

Lic. Benigno Vélez

Índice

Introducción	9
La Economía Argentina en el Cuarto Trimestre de 2008	11
Notas Técnicas del Informe Económico Trimestral	13
Panorama Internacional	15
Principales indicadores	19
Nota Técnica: Modelo de Desarrollo e Impacto de la Crisis Financiera Internacional	20
Nivel de Actividad	29
Principales Indicadores	34
Nota Técnica Política Económica y Desempeño Reciente de la Industria Manufacturera	35
Empleo e Ingresos	41
Principales Indicadores	47
Nota Técnica: Reforma Previsional y Haberes Jubilatorios Comparados	49
Finanzas Públicas	55
Principales Indicadores	59
Precios	61
Principales Indicadores	64
Nota Técnica: Inflación Ingresos y Precios Internacionales	67

Sector Externo

75

Tabla: Principales Indicadores

80

Dinero y Bancos

81

Tabla: Principales Indicadores

85



Introducción



La Economía Argentina en el Cuarto Trimestre de 2008

El último trimestre del año estuvo signado por el estallido de la crisis internacional. La economía mundial acusó el impacto del shock financiero y real, con fuertes retracciones en las principales plazas bursátiles y el inicio de desaceleraciones (y retracciones en algunos casos) en el sector real de los países desarrollados. La mayor incertidumbre a nivel mundial revirtió el flujo de capitales hacia los países desarrollados, lo cual presionó sobre los mercados de cambios de las economías emergentes. Asimismo, la retracción de la liquidez mundial se reflejó en la fortísima retracción de los flujos de comercio internacional que significó además el fin del ciclo expansivo en los precios de los bienes primarios.

El impacto de la crisis internacional sobre el sector externo de las economías emergentes fue menor en comparación con otros eventos del pasado. Sin embargo, la crisis se transmitió a estas economías por medio de los canales financieros y reales. Por el lado financiero, la reversión en los flujos internacionales de capital imprimió presiones devaluatorias sobre las monedas de las economías emergentes. Por el lado real, la caída del comercio revirtió el ciclo expansivo de la demanda externa, lo que generó una reversión en la tendencia ascendente de los precios de las *commodities*. El volumen del comercio mundial tuvo una caída de -11% anual en IV.08, mientras que los precios cayeron -13% anual. El índice de precios de las *commodities* del FMI marcó una retracción de -40% en comparación con el trimestre anterior.

En el nuevo contexto, la administración de las presiones cambiarias permitió minimizar el impacto de la crisis externa sobre la moneda nacional, y garantizó la solidez del sistema

financiero local. No obstante, la caída de la demanda externa tuvo un impacto sobre la economía real, en particular sobre la inversión y la producción industrial, debido a la mayor incertidumbre global. La reacción por parte del Gobierno Nacional fue la implementación de un conjunto de medidas de política económica tendientes a imprimir un signo contracíclico a la demanda agregada, lo cual explicó parte de la reducción de los excedentes fiscales y permitió reducir el impacto del shock externo sobre la economía doméstica.

Pese al contexto externo desfavorable, el PIB se expandió en el cuarto trimestre de 2008 por vigésimo cuarto trimestre consecutivo, a una tasa de 4,1% anual. En cambio, en la comparación sin estacionalidad se observó una leve retracción de -0,5% respecto del trimestre anterior. Tomando en cuenta el comportamiento de la demanda agregada, el mayor impacto provino del frente externo, con las exportaciones cayendo un -11,2% anual. En cuanto a la demanda local, el componente más afectado resultó ser la inversión, que retrocedió -2,6% anual, aunque acumuló durante 2008 un crecimiento de 9,1%.

La dinámica de la oferta agregada continuó mostrando una mayor expansión anual del sector de Servicios, que creció 6,2%, en comparación al de Bienes, que sufrió una contracción leve de -0,7%. Este fenómeno, junto con la retracción de la inversión, se tradujo en una desaceleración en el crecimiento de la producción industrial, que se expandió a una tasa anual de 0,9% en IV.08. Paralelamente, las condiciones climáticas adversas afectaron la producción agropecuaria, que como consecuencia de una importante sequía se redujo en el mismo período -9,7% anual.

El impacto de la crisis se tradujo de inmediato en una caída de las exportaciones en el último trimestre del año, que retrocedieron -8,6% anual y -21,7% en la comparación (sin estacionalidad) con el trimestre anterior. No obstante, el buen desempeño del frente externo a lo largo del año permitió que 2008 cerrara con un superávit de cuenta corriente acumulado de US\$ 7.077 millones, equivalente a un 2,2% del PIB.

La reacción de política económica adoptó la forma de una política fiscal expansiva. Como consecuencia, en el último trimestre del año se evidenció una reducción del superávit fiscal, con ingresos creciendo al 28% anual y los gastos al 35%. El mayor ritmo de expansión del gasto se explica por el incremento de los montos pagados por asignaciones familiares y los pagos extraordinarios a jubilados y pensionados, beneficiarios de planes sociales y de pensiones no contributivas, que tuvieron por objetivo sostener la demanda doméstica frente a la desaceleración generada por la crisis internacional.

En el mercado cambiario las presiones derivadas de la crisis internacional fueron administradas mediante una serie de medidas destinadas a garantizar la estabilidad y solidez del sistema monetario y financiero doméstico. En IV.08 el tipo de cambio nominal con el dólar se incrementó sólo un 9% anual y los depósitos a plazo totales del sector privado no financiero (en moneda local) tuvieron una caída de apenas un -5,0%. Más aún, la intervención en el mercado de cambios no implicó pérdidas significativas de reservas internacionales, y las mismas sufrieron una reducción de apenas US\$ 735 millones.

Por último, el estallido de la burbuja internacional de precios se reflejó rápidamente respecto de la evolución de los precios internos, especialmente en la evolución de los mayoristas, marcando una desaceleración de 5,8 p.p. respecto del mismo trimestre del año anterior, creciendo 8,8% anual. La inflación entre puntas (diciembre a diciembre) del IPC-GBA marcó una desaceleración, y exhibió un incremento de 7,2% anual.

Notas Técnicas del Informe Económico Trimestral

Panorama Internacional

MODELO DE DESARROLLO E IMPACTO REAL DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL. En el cuarto trimestre de 2008 la crisis financiera internacional afectó el desempeño de la economía real en todo el mundo. Los canales de transmisión que llevaron la crisis a las distintas regiones del globo operaron con distinta intensidad en cada país, según el modelo de crecimiento y desarrollo vigente. Se analiza en esta nota el impacto en el mundo desarrollado, los países exportadores de bienes industriales, los exportadores de commodities y los países más dependientes del financiamiento externo.

Nivel de Actividad

POLÍTICA ECONÓMICA Y DESEMPEÑO RECIENTE DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA. Ilustra los efectos de la implementación de un régimen macroeconómico orientado a promover la competitividad industrial, complementario de un conjunto de políticas específicas, sobre el crecimiento de la producción, las exportaciones, la inversión y el empleo en el sector manufacturero en el período 2003 – 2008.

Empleo e Ingresos

REFORMA PREVISIONAL Y HABERES JUBILATORIOS COMPARADOS. En Noviembre de 2008, a través de la Ley N° 26425,

se llevó a cabo la modificación del sistema previsional argentino dando lugar a la creación del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA). La nueva Ley implica el traspaso de los aportes obligatorios del régimen de capitalización individual al régimen de reparto. En el presente documento, mediante la elaboración de ejercicios de simulación que contemplan la sostenibilidad del sistema, se comparan los haberes que obtendrían los beneficiarios que optaron por el sistema de capitalización con los de aquellos que eligieron el sistema de reparto.

Precios

INFLACIÓN INTERNACIONAL Y PODER DE COMPRA DE LOS SALARIOS EN SUDAMÉRICA. Se analiza el impacto de la inflación internacional de commodities agrícolas (*agflation*) sobre la inflación interna en dólares del rubro alimentos y bebidas para una serie de países sudamericanos y otros desarrollados. Se observan las distintas estrategias asumidas por los distintos países ante el shock de precios en términos de la variabilidad del tipo de cambio nominal, y se describe la composición del aumento de los precios internos en dólares entre inflación doméstica y apreciación cambiaria. Finalmente se evalúa el impacto de la inflación en dólares de alimentos y bebidas sobre el poder de compra del salario mínimo y medio en los países sudamericanos.





Panorama Internacional

Panorama Internacional

En el cuarto trimestre de 2008 la crisis financiera global se expandió a la mayoría de los países, sin distinguir entre naciones con fundamentals sólidos o débiles. Como la explosión se dio en los mercados financieros, las bolsas de los países centrales sufrieron contracciones bruscas. En Estados Unidos, el índice S&P 500 cayó -25%, mientras que el Eurostoxx50 se contrajo -22% y su similar del Reino Unido derrapó -28%. En Asia, el impacto fue más leve, con los índices de Japón y China contrayéndose sólo -11% y -8%, respectivamente. Latinoamérica fue la región más afectada dentro del mundo emergente, en gran parte debido a la fuga hacia la calidad por parte de los inversores. En Brasil, la bolsa se contrajo -40%, en México -30% y en Chile -27%.

Uno de los aspectos más relevantes en torno a la crisis está vinculado a las probabilidades de que la implosión se traslade a la economía real, lo cual podría traer consecuencias catastróficas sobre los niveles de actividad y de empleo. En este sentido, el PBI de Estados Unidos cayó -1,9% anual, el de la Eurozona -1,8% y el de Japón -4,3%. Frente a esta situación, los gobiernos lanzaron medidas destinadas a amortiguar las consecuencias de la crisis. Las mismas estuvieron orientadas al frente monetario, con los bancos centrales realizando recortes agresivos en las tasas de interés: el BCE la redujo en 175 puntos básicos (ahora se sitúa en 2,5%), la FED la bajó en 175 puntos básicos (ahora se sitúa en 0,25%) y el Banco de Japón realizó un recorte de 40 puntos básicos (ahora se encuentra en 0,1%), muy limitado por el límite inferior.

En las economías emergentes el impacto fue más leve, en gran parte debido al ciclo de crecimiento acelerado que se venía experimentando hasta los meses previos a la caída de Lehman Brothers. En Asia, China e India pasaron de expandirse a un ritmo de 9% y

7,7% anual, respectivamente, a tasas de 6,8% y 5,8%. Con respecto a Latinoamérica, Brasil y Chile lograron conservar la tasa de crecimiento positiva pero muy por debajo de lo que venían creciendo previamente: por el lado de Brasil, mientras que en el tercer trimestre avanzó 6,8% anual, en el cuarto trimestre se creció sólo 1,2%; Chile, mientras tanto, pasó de 3,2% a 0,2%. México es el más afectado (su PBI cayó -1,7% anual), en gran medida por su fuerte dependencia del ciclo estadounidense, dado que el 80% de sus exportaciones tiene como destino a su vecino del norte. A diferencia de los países centrales, en la periferia las respuestas monetarias aún no han sido significativas. Sólo China realizó un recorte en su tasa de interés (pasó de ubicarla en 7,2% a 5,3%); Brasil, Chile, México e India la mantuvieron invariante.

Como se mencionó arriba, el mayor temor es que el impacto de la crisis sobre el sector real se profundice erosionando los mercados de trabajo. Si esto llegara a ocurrir, los gobiernos deberían implementar medidas extraordinarias que complementen a los estabilizadores automáticos. Pero además, el impacto no se limitaría únicamente al mercado de trabajo, sino que volvería a afectar al PBI mediante el deterioro de los ingresos. En el cuarto trimestre, los efectos sobre la tasa de desempleo se presentaron fundamentalmente en Estados Unidos y la Eurozona, donde se registraron incrementos de 1 y medio punto porcentual, respectivamente (el desempleo en Estados Unidos se ubica en 7,2% y en la Eurozona en 8,2%). Brasil, por su parte, registró una sorprendente caída en el desempleo (actualmente en 6,8%) aunque debe aclararse que en diciembre existe una fuerte estacionalidad que juega en favor de dicha variable.

Una de las claves a tener en cuenta respecto del impacto de la crisis y los sectores en los cuales

deben enfocarse las medidas que tiene que ver con los llamados canales de transmisión. Como se mencionó arriba, el canal financiero es relevante. La fuerte contracción en los mercados de valores latinoamericanos y en los países del este europeo está asociado con la fuga hacia la calidad. Este fenómeno puede analizarse en la fuerte contracción que tuvieron los flujos de capitales hacia los países emergentes en 2008. Mientras que el año pasado los mismos se habían situado en un total de US\$ 617.000 millones, se espera que este año se ubiquen en US\$ 109.000, lo cual implica una contracción del -82%. Esta misma situación

puede analizarse desde el mercado de divisas: mientras que en los primeros tres trimestres del año el tipo de cambio real multilateral de Estados Unidos se apreció un 2%, sólo en el cuarto trimestre se produjo una apreciación del 5%. Por último, es importante mencionar el canal del comercio internacional, el cual se espera que afecte a los países cuya estrategia de crecimiento está liderada por las exportaciones (dentro de los cuales se incluyen muchos emergentes). En el cuarto trimestre, los flujos de comercio mundial cayeron -11% en volúmenes y -13% en precios, ambos en términos trimestrales.

PRINCIPALES INDICADORES DE PANORAMA INTERNACIONAL

	2003 - 2006	2007	I 08	II 08	III 08	IV 08	2008
1 CRECIMIENTO ECONÓMICO							
Variación Porcentual Anual							
Economías Desarrolladas							
Estados Unidos	3,0	2,1	2,0	1,6	0,0	-1,9	0,4
Eurozona	1,9	2,6	2,2	1,5	0,5	-1,7	0,7
Alemania	1,2	2,6	2,9	2,0	0,8	-1,8	1,3
Francia	1,9	2,1	1,9	1,0	0,1	-1,6	0,4
Japón	2,0	2,4	1,3	0,6	-0,3	-4,3	-0,7
Otras							
China	9,9	11,8	10,6	10,1	9,0	6,8	9,0
India	8,3	9,3	7,8	7,7	5,8	5,8	7,5
Rusia	7,0	8,1	8,7	7,5	6,0	1,2	5,6
América Latina							
Brasil	3,5	5,3	6,2	6,8	1,3	-1,8	5,1
Chile	5,0	5,1	3,6	4,2	3,2	0,2	3,7
Colombia	5,5	8,2	4,2	3,9	2,8	-1,1	2,5
Perú	5,9	9,0	10,3	11,7	10,8	6,4	10,0
Uruguay	7,0	7,6	9,7	16,4	13,2	7,6	8,9
Venezuela	8,1	8,4	4,9	7,2	3,8	3,5	4,9
2 PRECIOS AL CONSUMIDOR							
Variación Porcentual Anual							
Estados Unidos	2,9	2,9	4,1	4,4	5,3	1,6	3,9
Eurozona	2,2	2,1	3,4	3,7	3,8	2,3	3,3
Alemania	1,5	2,3	2,9	2,9	3,1	1,7	2,8
Francia	1,9	1,5	2,9	3,3	3,3	2,0	3,2
Japón	-0,1	0,1	1,0	1,4	2,2	1,0	1,4
Otras							
China	2,1	4,8	8,0	7,8	5,3	2,5	5,9
India	4,4	6,5	5,4	7,6	9,0	10,2	8,3
Rusia	11,7	9,0	12,9	14,8	14,9	13,8	14,1
América Latina							
Brasil	8,1	3,6	4,6	5,6	6,3	6,2	5,7
Chile	2,6	4,4	8,0	8,9	9,3	8,6	8,7
Colombia	5,6	5,5	6,1	6,4	7,7	7,8	7,0
Perú	2,4	1,8	4,8	5,5	6,1	6,6	5,8
Uruguay	10,1	8,1	7,7	7,6	7,6	8,6	7,9
Venezuela	20,7	18,7	25,9	31,0	34,7	33,4	31,2
3 PRECIOS DE COMMODITIES							
En dólares							
Petróleo	49	72	98	124	116	56	97
Soja	238	317	489	508	488	329	453
Trigo	162	255	409	347	318	228	326
Maiz	109	163	220	259	245	168	223
Oro	456	698	924	898	870	797	906
4 TASAS DE INTERÉS							
Nominal Anual							
LIBOR	2,9	5,3	3,1	3,2	3,2	3,0	3,1
Fed Funds	2,7	5,1	3,2	2,1	2,0	0,8	1,9
Tasa Oficial del Banco Central Europeo	2,3	3,8	4,0	4,0	4,3	3,2	3,9
SELIC	18,6	12,0	11,3	11,8	13,8	13,8	12,5
5 TIPO DE CAMBIO							
Moneda Local / dólares							
Euro	0,8	0,7	0,7	0,6	0,7	0,8	0,7
Real	2,7	1,9	1,7	1,6	1,7	2,3	1,8
Yuan	8,2	7,6	7,2	7,0	6,8	6,8	6,9
Yen	112,6	117,8	105,2	104,5	107,6	94,7	103,3
6 INDICADORES BURSÁTILES							
En dólares - Puntos Básicos							
Dow Jones	10.320	13.171	12.371	12.503	11.325	8.803	11.237
NASDAQ	1.999	2.578	2.365	2.158	1.948	1.601	2.163
FTSE 100	8.807	12.826	11.616	11.807	10.140	6.694	10.039
Nikkei 225	109	143	118	132	119	91	117
Bovespa	10.250	26.596	34.329	39.020	33.445	16.391	31.384
Merval	427	695	659	676	587	325	562
7 INDICADORES DE RIESGO SOBERANO							
En Puntos Básicos							
EMBI Latinoamérica	379	190	280	296	314	670	382
EMBI Argentina	3448	319	483	557	694	1.673	853
EMBI Brasil	503	180	259	214	250	475	300

Fuente: Bloomberg

Modelo de Desarrollo e Impacto de la Crisis Financiera Internacional

Participaron en la elaboración de esta Nota Técnica :Esteban Kiper, Pablo Mira, y Sebastián Valdecantos

1. Estallido de la Crisis

El último ciclo expansivo de la economía mundial estuvo caracterizado por un exceso de liquidez que se canalizó hacia diversos mercados generando burbujas de activos financieros y reales. El sector inmobiliario, el de instrumentos de renta variable y el de *commodities* fueron los destinos preferidos de los inversores, y los que presentaron mayores incrementos en sus precios.

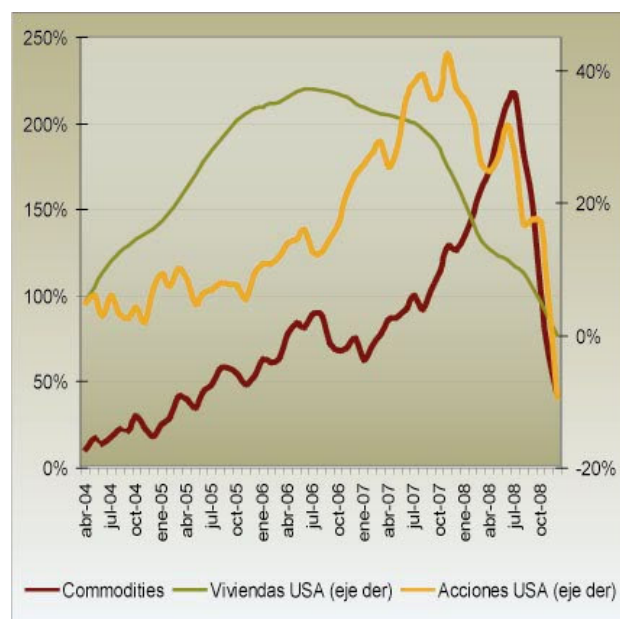
Desde mediados de 2006 las percepciones de que el ciclo alcista en el mercado inmobiliario norteamericano estaba llegando a su techo comenzaron a materializarse en tasas de crecimiento de los precios cada vez más moderadas. El fin del ciclo al alza significó, a principios de 2007, que algunas de las entidades financieras más importantes de Estados Unidos experimentaran grandes pérdidas, al no poder hacer frente a sus obligaciones ligadas a la emisión de instrumentos derivados de hipotecas de baja calidad. Esto dio origen a la llamada Crisis Subprime, y significó el inicio del proceso recesivo en el cual se embarcaría la economía global.

Las tensiones continuaron durante el presente año, y resultaron vanas las inéditas inyecciones de liquidez por parte de los Bancos Centrales más importantes, algunos rescates a gigantes inmobiliarios como los casos de Fannie Mae y Freddie Mac en Estados Unidos, e intervenciones más ligadas al sistema financiero en general, como el caso de la nacionalización de Northern Rock en Gran Bretaña. Hacia mediados de 2008 se hizo evidente que la crisis

excedía el dominio del sector inmobiliario. Cuando el 15 de septiembre Lehman Brothers se declaró en quiebra frente a la inacción del gobierno de Bush, las bolsas de todo el mundo experimentaron un colapso que dio comienzo a la que hasta hoy se presenta como la crisis más grave en los últimos 80 años.

Gráfico 1
Indicadores Nominales

Variación acumulada desde enero de 2004



Fuente: Bloomberg

En el Gráfico °1 puede observarse la magnitud de la implosión de las burbujas de los principales activos. En IV.08 el Dow Jones cayó -27% trimestral y el índice general de commodities se redujo en un -44%, mientras que la corrección en el mercado hipotecario, si bien fue más suave, también fue más extendida

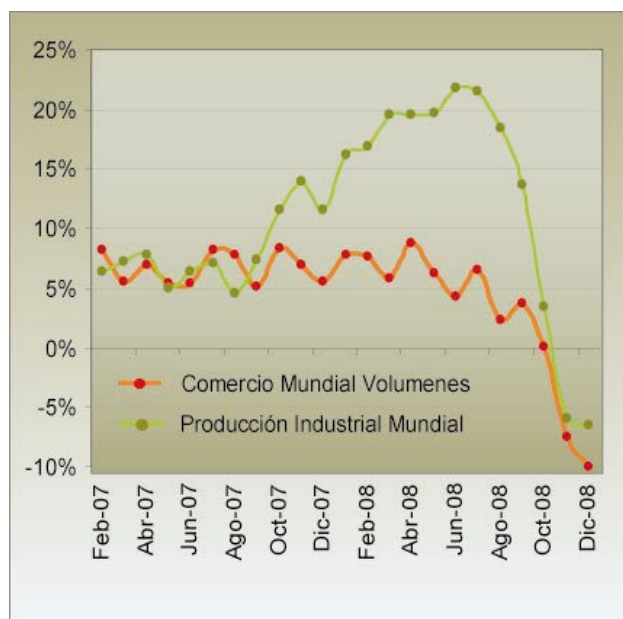
en el tiempo (el índice Case-Shiller cayó -6% trimestral en IV.08).

El fin de las burbujas vino acompañado por un fuerte impacto sobre las variables reales a nivel global. Como se observa en el Gráfico N°2, tanto la producción industrial como el comercio internacional, que venían creciendo regularmente a tasas promedio cercanas al 7% anual, revirtieron drásticamente su trayectoria desde la irrupción de la crisis. La producción industrial pasó a decrecer a un ritmo del -8% anual en diciembre de 2008, mientras que en el mismo mes los flujos de comercio internacional estaban retrocediendo a una tasa de -10% anual. En términos de precios el panorama se presenta aun peor, dado que la contracción era de -13%. Esto se debe justamente a la explosión de la burbuja de los *commodities* mencionada anteriormente.

Gráfico 2

Indicadores Reales

Variación anual en porcentaje



Fuente: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

2. Canales de Transmisión de la Crisis

El estallido de la crisis, con epicentro en Estados Unidos, se filtró hacia el resto del globo fundamentalmente por dos vías: la

financiera y la real. El canal financiero operó por un lado a través de la pérdida de valor de los activos financieros en todos los mercados de capitales del mundo, desatando efectos riqueza negativos y problemas de financiamiento fundamentalmente en el sector privado. Asociado a este fenómeno, y frente al pánico experimentado en los mercados financieros, los inversores emprendieron una “fuga hacia la calidad”, que consistió en modificar sus portafolios ampliando la composición de bonos del tesoro norteamericano, considerados paradójicamente como activos “libres de riesgo”. Durante 2008, el stock de *Treasuries* en posesión del resto del mundo aumentó US\$ 700.000 millones. Un buen indicador de esta conducta puede observarse en la evolución del dólar, dado que para materializar la compra de *Treasuries* los inversores deben previamente adquirir la moneda norteamericana. Mientras que a lo largo del año el dólar venía perdiendo valor frente al euro (el 1 de enero se intercambiaba US\$ 1 por € 0,68 y a mediados de año la relación era US\$ 1 por € 0,62), luego del estallido de la crisis se observó un cambio en el ciclo: el dólar comenzó a apreciarse y cerró el año 4,4% por encima (es decir, fortalecido) intercambiándose a US\$ 1 por € 0,72. Una contraparte de la fuga al dólar fue la devaluación de las monedas de varios países emergentes: el real sufrió una depreciación del 50%, el peso mejicano una caída del 39%, y el rublo una pérdida del 15%, China a pesar de la retracción del comercio, mantuvo su régimen de paridad fija con respecto al dólar sin comprometer su stock de reservas, que se incrementó en US\$ 420.000 millones en el transcurso de 2008.

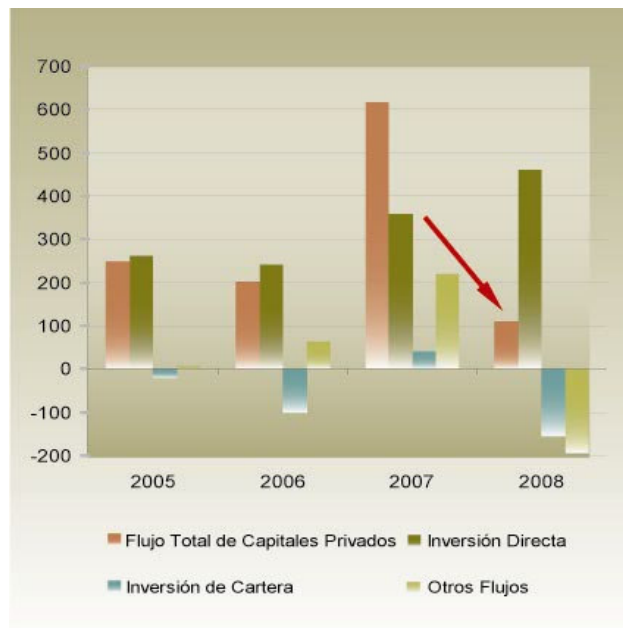
Este “vuelo hacia la calidad”, además de propiciar un aumento en la volatilidad cambiaria, generó iliquidez en los mercados internacionales de crédito. La escasez de liquidez afectó con mayor intensidad a los países emergentes, comprometiendo el

financiamiento del sector privado y con él el dinamismo de la demanda agregada.

Gráfico 3

Flujos de capitales hacia los países emergentes

En miles de millones de dólares



Fuente: FMI

Lo que nos lleva al canal real de transmisión de la crisis, que operó mediante el enfriamiento de los flujos de comercio internacional, y afectó fundamentalmente a los países cuyo crecimiento depende de estos flujos, sea porque poseen una estrategia de crecimiento liderada por las exportaciones o porque dependen de los precios de los *commodities*. La retracción del comercio no afectó por igual a todos los rubros del comercio exterior. Los sectores más afectados fueron el automotriz (-29,5% anual), el de combustibles (-17,1% anual), el metalúrgico (-15,4% anual) y el de metalmecánica para bienes de consumo (-16,8% anual). Cada uno de estos sectores explica un 10% del comercio total de bienes. Hubieron otras ramas como madera y derivados (-18,4% anual), caucho y plástico (-17,1% anual), metalmecánica para bienes informáticos (-17,1%) y metalmecánica para bienes intermedios (-29,1%) que también sufrieron

fuertes contracciones, pero su participación relativa en el comercio total es menor¹.

3. Modelo de Desarrollo e Impacto Regional de la Crisis

La intensidad con la que la crisis, a través de los canales financiero y real, golpeó a cada uno de los países del globo estuvo determinada por el modelo de inserción internacional, el patrón de crecimiento, la estructura productiva, los motores de expansión de la demanda agregada, entre otros aspectos específicos de cada economía. En este apartado se analiza el impacto de la crisis en cuatro grupo de países, que se agruparon en función de algunas similitudes en su patrón de desarrollo. El primer grupo está constituido por los principales países/regiones desarrollados: Estados Unidos, la Unión Europea y Japón. El segundo grupo lo integran China e India, países que adoptaron un modelo de crecimiento guiado por las exportaciones de bienes industriales. El tercer grupo lo conforman los países latinoamericanos, que si bien presentan diferencias entre sí, guardan una importante similitud: sus exportaciones de materias primas tienen un peso significativo en su comercio exterior. El último grupo incluye a los países bálticos y del centro de Europa, recientemente integrados a la Unión Europea, que llevaron a cabo un proceso de liberalización y apertura de sus mercados que derivaron en elevados y persistentes déficits en cuenta corriente.

3a. Crecimiento y Burbujas de Activos: Estados Unidos, Europa y Japón

Como se desarrollara en el IET de II.08, el ciclo de crecimiento reciente en EEUU estuvo basado en un fuerte endeudamiento y en la generación y sostenimiento de burbujas de activos (inmobiliario, acciones, etc.). En Europa y

¹ Para el análisis sectorial se construyó una muestra de datos correspondientes al G3, que representa el 72% del comercio internacional total y explica el 78% del crecimiento experimentado entre 2000 y 2007.

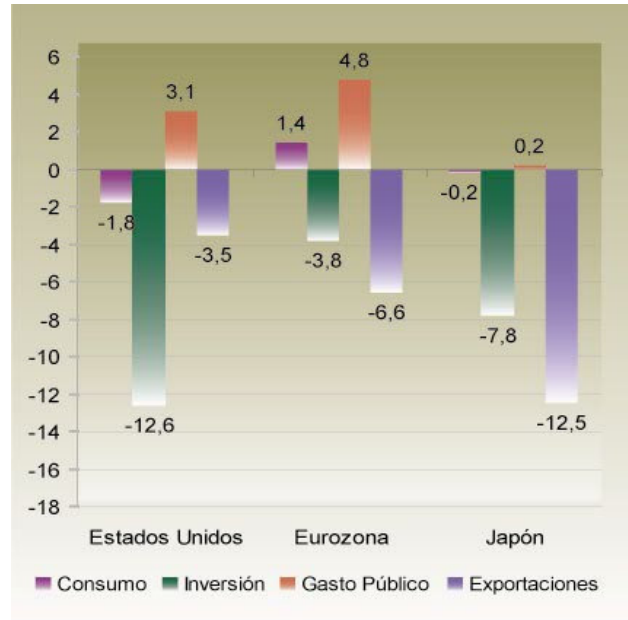
Japón, aunque con otra dimensión, también se observaron subas en el mercado inmobiliario y en las bolsas de valores poco relacionadas con la evolución de los *fundamentals*. El endeudamiento y los efectos riqueza positivos estimularon el consumo privado en un contexto de estancamiento de los salarios reales; y el consumo, las crecientes posibilidades de endeudamiento y ganancias de capital, y la reducción de los costos salariales impulsaron la expansión del sector corporativo. Con el advenimiento de la crisis, las burbujas de activos se evaporaron: durante IV.08 en Estados Unidos, el índice S&P 500 se redujo un -31%, en Alemania el índice DAX disminuyó -33%, en Francia el índice CAC cayó un -35%, en el Reino Unido el índice FTE se desmoronó un -40% y en Japón el índice Nikkei disminuyó -20%. Fue la señal de que el ciclo de crecimiento de estos países había encontrado un límite abrupto. El efecto riqueza negativo en Estados Unidos, epicentro de la crisis, fue estimado en US\$ 14 billones, el equivalente a un PIB nominal del año 2008.

La destrucción de riqueza financiera y la iliquidez en los mercados de crédito tuvo un impacto importante sobre el consumo, pero aún más intenso sobre la inversión. En el Gráfico 4 se observa que en Estados Unidos la retracción de estas variables fue mayor que en la Eurozona y Japón, que ya venían acumulando variaciones negativas en la inversión. La caída en las exportaciones significaron un impacto mayor en Japón, donde la estructura de crecimiento está más ligada al sector externo. Estados Unidos y la Eurozona (excluyendo Alemania), muestran en cambio un perfil exportador más débil, con lo cual el enfriamiento de los flujos de comercio internacional fue más tenue.

La respuesta desde el frente fiscal en Estados Unidos y la Eurozona fue claramente contracíclica. En el primer caso, el gasto público registró un crecimiento del 3% anual cuando el promedio de los últimos años era de 2%; en el segundo caso se observó un

crecimiento del 5% cuando el promedio de los últimos años era de 4,4%.

Gráfico 4
Impacto por componente de la Demanda Agregada, Cuarto Trimestre de 2008
 Variación anual en porcentaje



Fuente: Bloomberg

Frente a una expectativa de contracción del gasto privado y de las exportaciones, las empresas vinculadas a la producción de bienes durables reaccionaron recortando rápidamente su producción. La producción industrial en IV.08 cayó -6,7% anual en Estados Unidos, -9,5% en la Eurozona, -15% en Japón y -8% en el Reino Unido. Como resultado, la utilización de la capacidad instalada en Estados Unidos se redujo desde el 80,5% a principios de año a 72,7% recientemente, mientras que en la Eurozona este indicador se ubica en 81,5% en comparación con el 84,0% de principios de año. En IV.08 Estados Unidos registró una contracción del PBI del -1,9% anual, la Eurozona de -1,8% y Japón de -4,3%. En este último caso, sin embargo, deba aclararse que el país había ingresado en un proceso recesivo con anterioridad al estallido de la crisis.

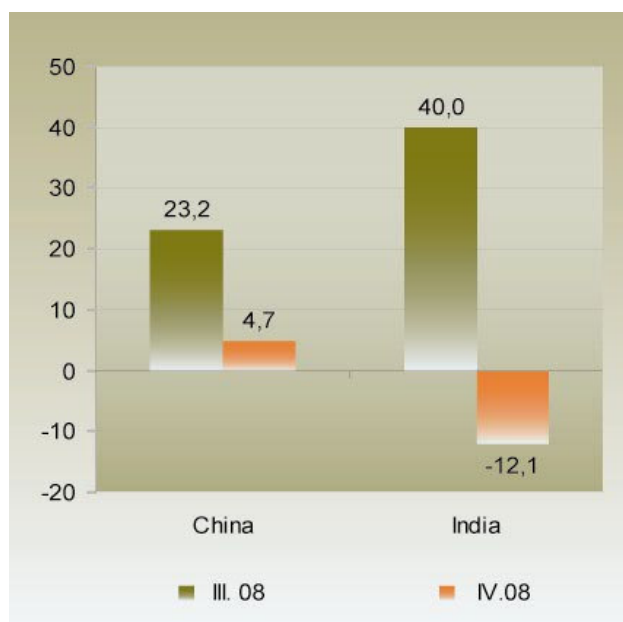
La recesión se trasladó al empleo. En Estados Unidos se produjo un incremento de 1pp en el desempleo, para cerrar el año en 7,2%. En la Eurozona y el Reino Unido se registraron

aumentos de 0,5pp, dejando a la tasa en niveles de 8,2% y 6,2%, respectivamente; y en Japón se observó un alza de 0,3pp, lo que dejó al desempleo en el 4,3%.

3.b Grandes Exportadores Industriales: China e India

China e India en conjunto explican el 77% del producto de Asia. Estos países se caracterizaron por poseer una estrategia de crecimiento liderado por las exportaciones. De hecho, en China éstas representan el 33% del PBI, pero hay países como Hong Kong donde este ratio supera el 150%. Si bien diferencia de lo ocurrido en América Latina en los últimos cincuenta años esta estrategia de crecimiento económico evita la aparición sistemática de estrangulamientos en su sector externo, el elevado componente exportable significa una mayor vulnerabilidad a los shocks externos de naturaleza real. En el Gráfico 5 se puede apreciar la magnitud con la que el canal de transmisión del comercio internacional afectó a estos países. En tan solo un trimestre, las exportaciones redujeron su tasa de crecimiento en 18pp en China y en 52pp en India.

Gráfico 5
El impacto sobre las Exportaciones
Variación anual en porcentaje



Fuente: Bloomberg

Pese a un menor grado de integración en los mercados financieros internacionales, estos países también sufrieron una fuerte caída en sus mercados de valores. En China la bolsa se contrajo -35% trimestral y en India -25%. Pese a esto Asia emergente no sufrió depreciaciones de las monedas ni pérdidas de reservas internacionales. El yuan chino mantuvo una paridad fija con el dólar de US\$ 6,83 y durante IV.08 el país acumuló reservas por US\$ 40.000 millones, alcanzando un nivel de US\$ 1,95 billones. En India, la rupia se depreció apenas un 4%.

El impacto sobre la producción, sin embargo, se hizo sentir: en IV.08 el PIB de China, luego de crecer un 9,0% en III.08, avanzó 6,8% (y cerró 2008 con un crecimiento de 9%). India, que en III.08 había crecido 7,7%, se expandió un 5,8% (y completó 2008 con un crecimiento de 7,5%). La merma de los flujos de comercio internacional tuvo sus mayores efectos sobre la producción industrial, pero la caída no repercutió sobre el desempleo. En IV.08 la producción industrial china exhibió un retroceso del -24% anual, pese a lo cual la tasa de desempleo creció apenas 0,2pp. para ubicarse en 4,2%. El enfriamiento de la demanda mundial también se reflejó en los precios. Durante el último año, el gigante asiático venía experimentando tasas de inflación superiores al 8% anual, pero en diciembre la suba de precios se desaceleró a 1,2% anual.

3.c Los Exportadores de Commodities: América Latina

La mayoría de los países de América Latina exhibieron hasta mediados de 2008 un elevado crecimiento en un contexto de elevados precios internacionales de los *commodities*. Con la brusca caída de precios, su situación externa se vio amenazada. México y Venezuela, que tienen una estructura exportadora ligada al precio del petróleo (en México representan un 15% del total de las mismas y en Venezuela el 66%), vieron caer a esta variable en un -69% durante el segundo semestre de 2008, lo que se tradujo en una caída de las exportaciones totales

en IV.08 de -12,5% anual en México y de -2% en Venezuela. En Chile, donde el 49% de las exportaciones están constituidas por cobre, las exportaciones totales se redujeron un -25,5% a consecuencia de una caída de -63% en el precio del metal. En el Gráfico N° 6 observamos la fuerte contracción de las exportaciones de la región durante IV.08.

Gráfico 6
La caída de las Exportaciones
Variación anual en porcentajes



Fuente: Bloomberg

Durante el último ciclo expansivo la mayoría de los países de la región crecieron con superávit de cuenta corriente, con la excepción de México y Colombia, sostenido gracias a un saldo comercial positivo asociado en parte a la suba del precio de los *commodities*. Frente al giro brusco observado en los precios, a lo que se suma una fuerte salida de capitales, la inversión observó una marcada reducción. Del lado financiero, los problemas externos significaron algunas correcciones cambiarias. En efecto, durante IV.08, las monedas de Argentina, Brasil, México y Chile sufrieron depreciaciones del 10%, 21%, 25% y 15%, respectivamente. En los casos de Argentina, Brasil y Chile los Bancos Centrales intervinieron en el mercado vendiendo parte de sus reservas en dólares.

En estos países, las repercusiones reales no fueron tan graves como las observadas en los países desarrollados. En Argentina, la producción industrial cayó -1% anual en IV.08,

en México -4%, en Chile -3% y en Brasil -7%. La contracción en la industria tuvo un impacto moderado sobre el mercado de trabajo. Hasta el momento, la tasa de desempleo en Argentina se mantuvo invariante en el nivel de 7,8%, y en Brasil y Chile se observaron incluso reducciones de 0,9pp y 0,3pp, respectivamente. Al finalizar IV.08, la tasa de desempleo se hallaba en 6,8% en Brasil y en 7,5% en Chile. Por otra parte, en México se verificó un alza de 0,7pp para cerrar el año en 4,8%. Debe notarse, sin embargo, que los efectos sobre el empleo pueden actuar con algún retraso, debido a la natural reacción de las firmas en el corto plazo de reducir horas trabajadas antes que la cantidad de trabajadores.

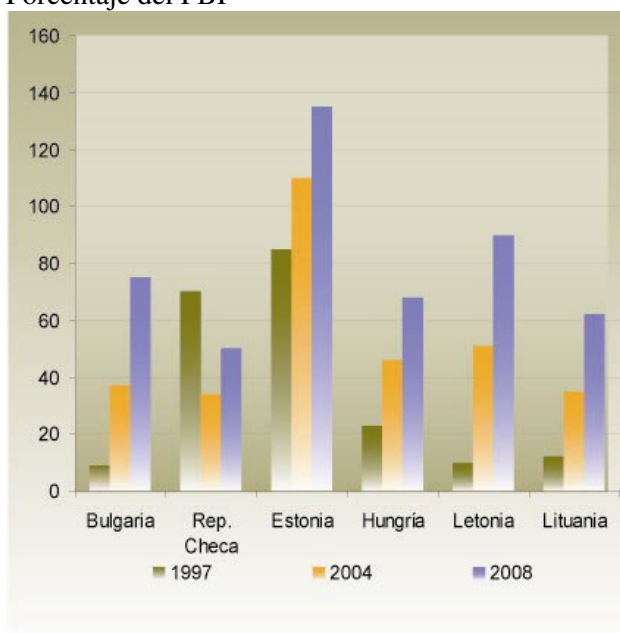
3.d Liberalización e Integración: los Países Bálticos y del Centro de Europa

La crisis tomó en una situación de extrema vulnerabilidad a los países bálticos y del centro de Europa, que habían llevado a cabo durante la transición hacia su incorporación a la Unión Europea un proceso de liberalización económica y financiera acompañada por un régimen de tipo de cambio fijo, ambos requerimientos para su integración a la región.

En los primeros años, estos países experimentaron un elevado crecimiento. El ciclo positivo que atravesaron los países del centro y este europeo fue sostenido sobre cuatro pilares: altos flujos de IED, bajos *spreads* de tasas de interés con respecto a los países centrales, la elevada demanda tanto interna como externa, y la amplia disponibilidad de crédito en los mercados internacionales. Muchos de estos países establecieron regímenes de tipo de cambio fijo sobrevaluados, que ayudaron a estimular, mediante el ingreso de capitales y el consabido aumento del crédito, la demanda interna privada. Estos esquemas cambiarios formaban parte de las condiciones de convergencia macroeconómica a la Eurozona, materializadas a través de los acuerdos de Maastricht. La reducción del riesgo soberano en estos países más un contexto

internacional de elevada liquidez generaron un abundante flujo de capitales. De esta manera se financiaron buena parte de las altas tasas de crecimiento, pero también las burbujas en el sector inmobiliario y en los mercados de renta variable. Como consecuencia de los esquemas de tipo de cambio bajo se registró un abultado déficit de cuenta corriente registrado en 2008, equivalente al 8% del PIB de la región, luego de acumularse 14 años consecutivos de déficits.

Gráfico 7
Crédito privado
Porcentaje del PBI



Fuente: BCE

El gráfico precedente refleja la importancia que el crédito internacional jugó en el ciclo de crecimiento de los países del centro y este europeo. En la mayoría de los casos, se observa un patrón común que consistió en un aumento de la disponibilidad de crédito que permitió que países como Estonia, Letonia y Lituania, sin una estructura económica robusta, lograran crecer a un ritmo promedio del 8,4%, 8,8% y 7,5%, respectivamente durante la presente década. Es importante remarcar el rol que ocupó la IED en estos países, donde no existen grandes burguesías locales capaces de afrontar

las inversiones necesarias para asegurar la suficiente formación de capital interna para el

crecimiento. En este sentido, mientras que los flujos de IED que ingresaron a la región equivalían al 3% del PIB, en 2007 éstos superaban el 9%.

A partir de 2008, estas economías sufrieron drásticas recesiones. Estonia decreció -3,5%, Letonia -4,6%, mientras que Lituania creció 3%, cinco puntos porcentuales por debajo de la tasa promedio exhibida en la década. La crisis encuentra entonces en condiciones de alta fragilidad a estos países, y con limitadas herramientas para enfrentarla. Concretamente, no se espera que el elevado nivel de endeudamiento que caracteriza a estas economías hoy les permita actuar contracíclicamente, ni que un mundo con bajos niveles de liquidez actúe por la vía del financiamiento para contrapesar la caída de la demanda externa. De hecho, en IV.08 se sufrieron fuertes contracciones que evidencian esta situación: el PIB de Estonia cayó -9,8% anual y el de Letonia -10,7%, siendo el caso de Lituania el único que mostró una contracción más moderada (-1,3%). De hecho, para el año 2009 se espera el gran impacto de la crisis, con las tres economías cayendo a tasas del -15% anual.

4. Conclusiones

Si bien la crisis económica actual se gestó a lo largo de toda la década y sufrió su primer estallido a mediados del año pasado, fue en septiembre de este año cuando, con la caída de Lehman Brothers, se produjo la gran explosión a escala mundial. El desplome de los precios de los activos que protagonizaron la burbuja afectó fundamentalmente a Estados Unidos, donde los habitantes suelen materializar sus decisiones de ahorro justamente en activos financieros. El resto del mundo fue afectado fundamentalmente a través de dos canales: uno real (a través del comercio internacional) y otro financiero (como consecuencia de la sequía en los mercados internacionales de crédito). En los países centrales, los componentes de la demanda

agregada que mayores caídas sufrieron fueron las exportaciones y la inversión.

La crisis impactó de manera diferencial a los países, lo que puede ser asimilado a las características específicas de los modelos de desarrollo de cada región. Los países desarrollados, cuyo crecimiento fue estimulado al menos en parte por las burbujas financieras e inmobiliarias, ingresaron en una severa recesión. Los países endeudados pero menos desarrollados (bálticos y este europeo), sufrieron más aún y teniendo en cuenta su falta

de poder de fuego en términos de política económica, podrían enfrentar un deterioro aun mayor. En el grupo de los países superavitarios (Asia y América Latina), se observan efectos también diferentes. Asia, con exportaciones diversificadas, parece haber sido la región menos afectada por la crisis; mientras que los países de América Latina, cuyas ventas al exterior dependen mucho más de los precios de los *commodities*, experimentaron problemas algo mayores, aunque todavía no se observan efectos considerables sobre el nivel de empleo.



Nivel de Actividad

Nivel de Actividad

En el cuarto trimestre de 2008 volvió a registrarse un nuevo incremento anual del PIB que constituyó el vigésimo cuarto consecutivo de expansión. El alza de 4,1% anual, no obstante, implicó una desaceleración con respecto a los trimestres anteriores y determinó una variación de 6,8% al cabo del año, 1,9pp menos que en 2007. Más aún, la comparación desestacionalizada respecto del tercer trimestre, presentó una suave baja de 0,5%, la primera contracción desde I.02, atribuible, fundamentalmente, a la eclosión de la crisis internacional.

Demanda Agregada

La mencionada agudización de la crisis internacional que se venía gestando desde el año anterior, afectó la mayor parte de las variables económicas, de la cual no escapó el Consumo Privado. Por primera vez en 5 años este agregado se expandió en una proporción (6,5%) inferior a la del sector público (6,9%). La tasa de crecimiento del primero fue menguando a lo largo del año hasta terminar con una variación del 3,8% anual en el cuarto trimestre. No obstante, su proporción respecto del PIB se mantuvo casi inalterada (65,5%, según los últimos cuatro trimestres). El consumo público, en cambio, tuvo un comportamiento contracíclico, ya que cerró 2008 con un incremento de 6,9% anual en el cuarto trimestre, 0,7pp por sobre el que había mostrado en el tercero.

Más sensible al ciclo económico, la inversión bruta fija retrocedió 2,6% en el cuarto trimestre. El alza al finalizar el año (9,1%) fue la menor de los últimos 6 años. De esta manera, la tasa de inversión, que había alcanzado un máximo en el tercer trimestre (23,5% en la serie a valores constantes) se redujo levemente en el

cuarto (23,1%), pero aún así el valor anual fue el más elevado de la serie iniciada en 1993, 3,5 p.p. por sobre el promedio 2003-07 y 2,0 p.p. superior al máximo del ciclo expansivo anterior, correspondiente a 1998.

El financiamiento de la inversión continuó teniendo un alto componente doméstico ya que el ahorro nacional bruto, que representó 26,8% del PIB, superó a la inversión, determinando un ahorro del resto del mundo negativo, al igual que en los seis años precedentes aunque reduciéndose respecto de ellos.

En el cuarto trimestre la inversión en Equipo Durable se retrajo (-3,4%) por primera vez desde 2002, describiendo una trayectoria declinante a lo largo del año, pero aún se expandió un 16,3% en 2008. Esta última tasa determinó que el mencionado componente de la inversión fuese el factor más dinámico ya que aportó el 73,5% del crecimiento total. A su vez, la incorporación de equipo durable de producción estuvo influida por el material importado que contribuyó con el 63,5% al aumento de la inversión. La expansión de este componente se debió a mayores importaciones de vehículos para el transporte de mercancías, chasis con motor y computadoras portátiles. En la fase negativa del ciclo la inversión en construcción, tiende a mostrar variaciones más suaves que el equipo durable. Así, en el cuarto trimestre su caída alcanzó al -2,0% anual, llevando la suba anual a un 4,1%.

Luego de 7 años de saldos positivos las exportaciones netas volvieron a ser negativas en 2008. La crisis internacional impactó plenamente en el comercio exterior durante IV.08, disminuyendo la demanda por nuestras exportaciones de bienes y servicios que se redujeron -11,2% y a la vez en una leve baja de

las importaciones (-0,9%), principalmente de insumos como bienes de capital y combustibles, ante la brusca desaceleración en los niveles de producción interna.²

Oferta Agregada

En el cuarto trimestre, al igual que en los tres primeros, los sectores productores de Servicios exhibieron un mejor desempeño (6,2% anual) que los productores de Bienes que retrocedieron -0,7%. Estos últimos sintieron el impacto de la menor demanda externa y de condiciones climáticas adversas, básicamente. Estos factores incidieron sobre la producción agropecuaria que retrocedió -9,7%, más de doble de la caída que padeció durante el conflicto del segundo trimestre.

En todo 2008 el valor agregado bruto en Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura registra una baja del -2,7% anual, luego de tres años consecutivos de expansión. La campaña 2007/2008 cerró con una ampliación de la superficie sembrada del 10,3% en el caso de los cereales y 3,5% en oleaginosas, en tanto la producción alcanzó a 97,0 millones de toneladas (51,6 millones de oleaginosas y 44,6 millones de cereales) con un aumento de 2,9% respecto de la cosecha 2006/2007. El trigo y el girasol registraron los mayores incrementos productivos, las expansiones del 12,4% y 33%, podrían imputarse a una mayor superficie sembrada y mejoras en los rindes. Para la actual campaña 2008/09, sin embargo, ambos cultivos mostrarían bajas superiores al 20% en la superficie sembrada y al 40% en el tonelaje obtenido, como consecuencia de una persistente sequía que se prolongó en el primer mes de 2009.

La producción pecuaria, por su parte, también resultó, en gran medida, perjudicada por las condiciones meteorológicas y la menor demanda externa. La producción de carnes bovinas y porcinas registró sendas caídas (-2,6% y -1,9%, respectivamente), pero la faena de pollos, menos dependiente de esos

factores, se mantuvo creciendo ininterrumpidamente. En el último cuarto de 2008 las cabezas faenadas crecieron 9,8% y en el año la suba fue similar, del 10,7%. En relación a la pesca, los desembarques de capturas marítimas declinaron 3,1% en el cuarto trimestre. No obstante, 2008 cerró con una suba del 1,9% debido a mayores capturas de moluscos y crustáceos; y menores de pescados.

La industria también experimentó una brusca desaceleración en el cuarto trimestre aunque mantuvo el signo positivo en la variación de ese período. Creció 0,9% después de crecer casi al 6% anual entre enero y septiembre. El crecimiento del año quedó así en 4,5%. Pese a estas circunstancias, el nivel de producción resultó superior en 24,9% al máximo del ciclo anterior, logrado en 1998. Por otra parte, el crecimiento del año explicó el 11,1% del incremento total del PIB.

De acuerdo al Estimador Mensual Industrial (EMI), los sectores de Automotores e Industrias Metálicas Básicas, que se habían constituido en pilares del crecimiento durante los años anteriores fueron los más perjudicados por el agravamiento de la crisis internacional.

De este modo, en el IV.08 la industria automotriz retrajo su producción 19,3% anual y las industrias metálicas básicas 11,1%, dada la importante orientación exportadora de ambos sectores en un contexto en el que el comercio internacional reaccionó velozmente a la crisis financiera. En el sector automotor las exportaciones representaron de todos modos casi un 60% de la producción en 2008, el mayor porcentaje de los últimos 5 años a pesar de una caída del 16% anual en el cuarto trimestre.

El incremento de la capacidad instalada en las industrias elaboradoras de acero crudo y de aluminio permitió conseguir sendos récord productivos al cabo del año, no obstante registrar en el cuarto trimestre una caída sensible (-22,9% de acero) como consecuencia de los menores pedidos de la industria transformadora internacional, junto con una baja en los precios. Las subas registradas en

² Ver capítulo de Sector Externo.

IV.08 de Alimentos y Bebidas (11,7%) y la rama química (9,5%), sectores con alta ponderación en el nivel general del EMI, compensaron las caídas antes mencionadas y contribuyeron decisivamente a la suba del agregado industrial. El sector de Alimentos y bebidas retomó el crecimiento luego del fin del conflicto agropecuario, observando subas significativas en la elaboración de bebidas (15,8%), la producción de carnes rojas (9,3%) y blancas (16,6%), molienda de cereales y oleaginosas (9,5%) y los lácteos (10,2%). También la rama química manifestó una suba importante (9,5%), principalmente por los incrementos registrados en la industria farmacéutica (15,4%), materias primas plásticas y caucho sintético (9,7%) y detergentes, jabones y productos personales (11%).

La utilización de la capacidad instalada industrial se ubicó en el cuarto trimestre en el mismo nivel que el período análogo de 2007 (77,1%). A nivel desagregado se observa una alta heterogeneidad, destacándose una suba en la utilización de la capacidad instalada en aquellas ramas con procesos de producción no continuos (básicamente alimentos y químicos) y una caída en sectores con producción continua y concentrados (autos y siderurgia). El cambio en el patrón de comportamiento con respecto a los trimestres anteriores condujo a que en los sectores con procesos no continuos, se alcance un máximo desde 2002 en la utilización de la capacidad instalada (73,3%). En los sectores con producción no continua el mayor incremento en la utilización ocurrió nuevamente en el sector de Alimentos y Bebidas.

El resto de los sectores productores de bienes, la Explotación de minas y canteras, Electricidad, gas y agua y Construcción, que representaron un 11% del PIB en 2008, tuvieron en conjunto un efecto contractivo sobre el PIB del último trimestre, producto de una contribución positiva de los dos primeros sectores y una negativa un

poco mayor de la construcción. En el año las tres ramas crecieron, con una variación conjunta de 3,2%.

En el aumento de la generación de electricidad durante el trimestre (6,6%) incidió más la hidroelectricidad, mientras que en el año resultó más significativa la de origen térmico. Por su parte, la demanda creció 3,4% en el cuarto trimestre y algo menos en el año (2,9%), en tanto que el gas entregado a las distribuidoras, registró sólo una leve variación (0,3%) ya que se compensó la caída en la demanda residencial e industrial con un aumento de la comercial. El volumen físico de agua (en metros cúbicos) destinada a la red mostró un incremento del 2,1% en IV.08 respecto de igual trimestre del año anterior en el área cubierta por Agua y Saneamiento SA. Si se acumula todo 2008, el aumento anual fue de 3,3%.

La producción de servicios (53% del PIB en 2008) mostró un buen desempeño. En IV.08 crecieron 6,2% anual, lo que implica una desaceleración muy leve ya que la expansión de todo el año fue de 8,2%. En esta evolución gravitaron los incrementos registrados en Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones (12,1% anual), Intermediación Financiera (17,4%), Comercio (7,9%) y Actividades Inmobiliarias (6,3%) cuyas contribuciones aportaron 21,9%, 14,4%, 17,6% y 13,9%, respectivamente al crecimiento del PIB.

El ISSP, que monitorea las variables de los sectores de Transporte, Energía y Comunicaciones, mostró un incremento anual de 5,9% en el cuarto trimestre de 2008 y 11,2% en el año. El bloque de telefonía continuó registrando las mayores tasas de expansión, 22,5% y 29,0% en el trimestre y el año, respectivamente. Mientras que el sector energético creció 0,9% y 4,9%, los peajes lo hicieron 2,7% y 5,5%. El transporte, en cambio, sufrió sendas caídas, en el de pasajeros (-5%) y en el de carga (-25,6%) en el trimestre, una pequeña suba del primero en el año, (0,6%) y una disminución del segundo (-11,2%) en igual período.

³ Se trata de sectores cuya capacidad suele ser utilizada al máximo por razones técnicas, y en donde los cambios en la misma sólo se producen ocasionalmente.

PRINCIPALES INDICADORES DEL NIVEL DE ACTIVIDAD

Niveles	Años					Trimestres			
	2003-06	2007	2008	IV-07	I-08	II-08	III-08	IV-08	
PIB nominal (en \$ miles de millones)	502,5	812,5	1.032,8	906,1	887,6	1107,9	1057,6	1.077,9	
PIB nominal (en US\$ miles de millones)	168,8	260,7	326,9	288,1	281,5	355,1	347,2	323,7	
PIB nominal p/cápita (en US\$)	4308	6.485	8.046,1	7.139	6959,1	8753,1	8535,8	7.936,4	
IIBF val. corrientes (en \$ miles de millones)	102,4	196,6	240,5	231,4	213,8	240,1	255,8	252,2	
Ahorro nacional bruto val corrientes (en \$ miles de millones)	116,3	216,4	277,7	260,4	226,6	317,2	273,2	288,9	
Ventas en supermercados (en \$ millones)	20.089,7	32.061,3	43.152,0	9.607,6	9.569,8	10.146,5	10.878,4	12.557,3	
Ventas en centros de compras(en \$ millones)	3442,4	6.089,4	7.436,1	1.871,5	1.517,2	1.875,9	1.895,6	2.147,3	
Ventas de automóviles (En unidades)	88517	171.349	171.532	46.773	42.544	48.770	46.087	34.131	
Utilización de la Capacidad Instalada en la Industria (%)	70,3%	74,0%	74,8%	77,1%	71,6%	74,4%	76,3%	77,1%	
Producción de automotores (En unidades)	295.362	544.647	597.086	165.392	124.456	161.890	183.200	127.540	
Variaciones porcentuales anuales									
PIB Real	8,9%	8,7%	6,8%	9,1%	8,5%	7,8%	6,9%	4,1%	
Var. % período anterior, serie desestacionalizada				1,8%	1,2%	1,8%	1,3%	-0,5%	
Bienes	10,8%	7,9%	2,9%	8,1%	5,9%	3,0%	3,9%	-0,7%	
Producción primaria	3,9%	7,5%	-1,8%	3,9%	1,7%	-3,2%	1,1%	-5,6%	
Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura	4,7%	10,3%	-2,7%	5,1%	2,2%	-3,4%	0,2%	-9,7%	
Industria manufacturera	11,0%	7,6%	4,5%	9,2%	6,2%	6,0%	5,5%	0,9%	
Suministro de electricidad, gas y agua	5,9%	5,7%	3,4%	4,5%	4,5%	4,1%	2,7%	2,3%	
Construcción	25,3%	9,9%	3,7%	10,2%	9,7%	6,0%	2,7%	-1,9%	
Servicios	6,9%	8,7%	8,2%	9,2%	8,9%	9,7%	7,9%	6,2%	
Comercio mayorista y minorista y reparaciones, hoteles y restaurantes	10,4%	10,7%	7,9%	11,3%	8,9%	11,0%	4,3%		
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	12,5%	13,7%	12,1%	14,1%	13,8%	13,1%	12,0%	10,1%	
Intermediación financiera, Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	4,0%	8,1%	9,3%	8,1%	9,8%	11,4%	9,0%	7,2%	
Administración pública y defensa, enseñanza, salud y otras actividades de servicios	4,5%	5,0%	4,9%	5,6%	5,5%	5,0%	4,7%	4,6%	
Consumo Priv. Real	8,6%	9,0%	6,5%	9,3%	8,4%	7,5%	6,8%	3,8%	
Consumo Público	3,9%	7,6%	6,9%	8,9%	6,6%	7,7%	6,2%	6,9%	
Inversión Real	28,1%	13,6%	9,1%	15,2%	20,3%	13,8%	8,5%	-2,6%	
Construcción	24,8%	8,2%	4,1%	10,5%	10,1%	7,4%	2,8%	-2,0%	
Equipo durable de producción	34,7%	22,6%	16,3%	22,7%	34,8%	23,5%	16,2%	-3,4%	
Exportación de Bienes y Servicios	8,7%	9,1%	1,2%	10,6%	6,1%	-1,6%	12,2%	-11,2%	
Importación de Bienes y Servicios	27,9%	20,5%	14,1%	23,3%	22,1%	24,6%	13,4%	-0,9%	
Ventas en Supermercados	3,4%	17,1%	26,6%	21,6%	28,5%	28,7%	27,8%	22,6%	
Ventas en Centros de Compra	17,2%	19,7%	19,2%	22,8%	26,5%	26,0%	17,0%	10,8%	
Ventas de automóviles	54,5%	25,6%	7,3%	25,6%	14,7%	26,1%	9,5%	-19,2%	
ISAC	21,6%	6,1%	5,0%	6,6%	8,3%	7,5%	7,1%	-2,0%	
Despachos de cemento	23,0%	8,2%	1,6%	11,7%	5,2%	3,9%	6,9%	-8,5%	
Ventas de vehículos comerciales	52,0%	14,9%	11,3%	17,5%	31,6%	28,1%	12,4%	-20,9%	
Importaciones de Bienes de Capital (En US\$)	59,6%	24,0%	21,6%	32,2%	50,1%	33,7%	18,7%	-4,8%	
EMI	10,8%	7,5%	5,0%	9,8%	6,6%	5,6%	6,2%	1,7%	
Producción de automotores	28,3%	26,0%	9,6%	26,8%	27,7%	20,4%	24,3%	-22,9%	
Producción de acero crudo	6,1%	-2,6%	2,9%	15,4%	11,4%	9,6%	17,0%	-23,0%	
Indicador Sintético de Servicios Públicos	16,3%	13,4%	11,2%	17,5%	18,4%	12,1%	9,7%	5,9%	
Transporte de pasajeros	-	10,4%	0,6%	11,8%	9,9%	0,4%	-2,0%	-5,0%	
Telefonía	-	23,2%	29,0%	25,7%	35,2%	31,2%	29,3%	22,5%	
Demanda de energía eléctrica	6,3%	5,5%	2,9%	2,8%	3,8%	2,4%	2,0%	3,4%	
% del PIB 1/									
Consumo privado real, serie desestacionalizada	65,6%	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%	65,4%	65,5%	65,5%	
IIBF, serie desestacionalizada	18,4%	22,6%	23,2%	22,6%	23,1%	23,4%	23,5%	23,2%	
IIBF val. corrientes	19,8%	24,2%	23,2%	24,1%	24,4%	24,2%	23,9%	23,2%	
Ahorro nacional bruto val corrientes	22,6%	26,6%	26,8%	26,4%	27,0%	27,3%	27,2%	26,7%	
Exportación de Bienes y Servicios	13,9%	14,1%	13,3%	14,1%	14,0%	13,7%	13,9%	13,3%	
Importación de Bienes y Servicios	-10,4%	-13,3%	-14,2%	-13,3%	-13,7%	-14,2%	-14,4%	-14,2%	

(*) Estimado

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

FUENTE: INDEC, DNCN, Secretaría de Energía

Política Económica y Desempeño Reciente de la Industria Manufacturera

Participaron en la elaboración de esta Nota Técnica, Gonzalo Bernat, Juan Pablo Dicoovsky y Josefina Grosso

sector industrial y, de ese modo, limitando el desarrollo manufacturero.

1. Introducción

La fuerte articulación de la industria con el resto de las ramas de actividad (agro, energía, construcción y servicios) y su elevado requerimiento de empleo hicieron que la política económica aplicada a partir de 2003 fomentara el desarrollo manufacturero, tanto mediante el sostenimiento de un esquema macroeconómico favorable a la producción transable en general y a la industria en particular, como a través de medidas específicas diversas.

En relación con el esquema macro, en contraste con lo implementado en muchas naciones en desarrollo durante los últimos años, la política de tipo de cambio real competitivo y diferenciado evitó que el *boom* de demanda de nuestros productos primarios, con la consecuente mejora de nuestros términos de intercambio y el sostenimiento de grandes superávits de cuenta corriente derivaran en un episodio de “enfermedad holandesa⁴” en el ámbito local.

No fueron pocas las economías similares donde se verificó una apreciación sistemática del tipo de cambio real, restando competitividad al

En segundo lugar, se aplicaron políticas productivas específicas tendientes a propiciar el crecimiento industrial. A modo de ejemplo, se pueden mencionar:

- **Apertura de nuevos mercados externos:** el Gobierno Nacional sostiene una política de acuerdos comerciales, especialmente con otros países en desarrollo tendientes a crear oportunidades comerciales a los sectores industriales en la convicción de que el comercio sur-sur es el más apropiado para desarrollar un patrón comercial maduro, intensivo en trabajo y conocimiento⁵.
- **Políticas de Empleo:** como corolario de la destrucción de capital humano capacitado para desempeñarse en el sector manufacturero registrada durante la década previa, el Gobierno Nacional debió implementar diferentes programas de

⁴ Este término se originó en los sesenta, cuando el descubrimiento de grandes yacimientos de gas en Holanda y el consiguiente aumento de las ventas externas de ese producto determinaron la apreciación del tipo de cambio real holandés, restando competitividad a las ramas tradicionales. Actualmente, este concepto se aplica a cualquier escenario en el que las exportaciones de parte de la estructura productiva aumentan sustancialmente, generando una caída del tipo de cambio real y reduciendo la competitividad del resto del sector transable.

⁵ Los ejemplos más paradigmáticos en esta materia son el acuerdo para exportar maquinaria agrícola a Venezuela o el que permitió un importante avance de los automotores argentinos en el mercado mexicano. No obstante, junto con ello se han negociado y/o ampliado, en los últimos años, muchos acuerdos con países y regiones tan diversos como Turquía, Israel, Chile, Bolivia, Cuba y SACU (Sudáfrica y naciones vecinas), entre otros. Varios de ellos han redundado en mejores condiciones de acceso a tales mercados. Más información sobre esta temática puede obtenerse en la página web de la Dirección Nacional de Política Comercial Externa dependiente del Ministerio de Industria y Turismo:

<http://www.comercio.gov.ar/web/index.php?pag=334&btn=161>

capacitación y de formación de trabajadores en los últimos seis años. Estos programas, coordinados con las firmas y con los sindicatos, permitieron expandir la oferta de trabajo industrial buscando minimizar “cuellos de botella” significativos para la dinámica manufacturera en el ámbito laboral.

- **Promoción de acuerdos entre sectores privados:** en aras de permitir un desarrollo manufacturero armónico al interior del Mercosur, el Gobierno Nacional incentivó la concreción de acuerdos voluntarios entre los propios sectores privados de Argentina y de Brasil, orientados a consensuar la participación de ambas producciones en el mercado local⁶.

Por último, la política macroeconómica implementada (con sus componentes fiscal, monetario, cambiario y de ingresos y reflejada en los superávit gemelos) propició el desarrollo industrial centrado en el fortalecimiento de nuestro mercado interno.

El objetivo de la presente Nota Técnica consiste en ilustrar sintéticamente los efectos de este conjunto de políticas sobre la dinámica manufacturera entre 2003 y 2008, en términos de su producción, sus exportaciones, su inversión y la dinámica de su empleo.

2. Producción Industrial

En el presente contexto económico, el sector industrial logró un muy alto crecimiento durante los últimos seis años. En ese lapso, la tasa de incremento anual del producto manufacturero promedió 6,2% (Gráfico 1), una cifra muy elevada para los parámetros macroeconómicos desde inicios del siglo XX.

Para simplificar el análisis de la evolución manufacturera reciente se ha dividido a los sectores industriales en tres grandes conjuntos, de acuerdo a su exposición al comercio internacional. Tal exposición resulta, en

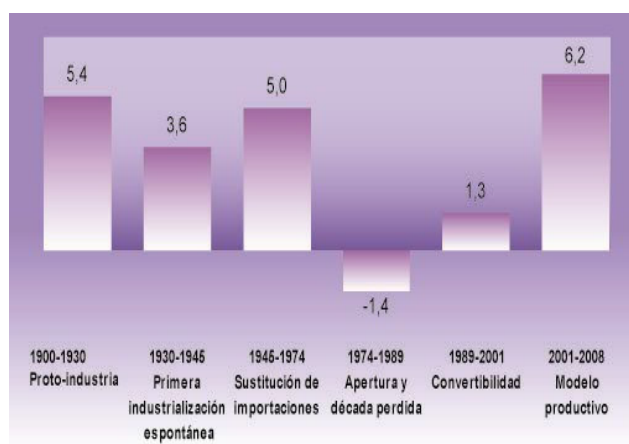
⁶ Por ejemplo, estos acuerdos se implementaron para calzado y para línea blanca.

general, determinante de las condiciones de competencia en el que se desenvuelve el sector.

El primer conjunto corresponde a los exportadores, sectores que exportan una porción económicamente relevante de su producción, al punto que –en ausencia de regulaciones– el precio doméstico tiende a ser la paridad de exportación para los productores locales.

Gráfico 1 Producto Bruto Interno de la Industria Manufacturera. 1900-2008.

Tasa de crecimiento anual promedio



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del INDEC y del Ministerio de Economía

El segundo es el de los productores de bienes orientados al mercado doméstico con exportaciones marginales y baja vulnerabilidad natural a importaciones, sea por su poca transabilidad internacional (impresiones, materiales de construcción); o por las características del mercado internacional (tabaco, bebidas).

Finalmente se agrupa a las ramas más fuertemente competidas por importaciones, que fijan precio muy acotados por el valor de *import parity*. En función de este criterio se realizó la distribución de las distintas actividades

industriales entre los tres conjuntos, según se expone en el siguiente cuadro.

Conjunto	Ramas incluidas
Exportadores	Carnes, aceites, lácteos, cueros, combustibles, siderurgia, automotriz, naval.
Poco competidos externamente	Otros alimentos, bebidas, tabaco, papel, impresión, químicos, vidrio, materiales de construcción, fundición, metálicos de uso estructural.
Competidos por importaciones o vulnerables	Textiles, prendas, calzado, madera, muebles, fibras manufacturadas, productos plásticos, productos metálicos, metalmecánica, maquinaria eléctrica.

Al respecto, durante los años transcurridos entre 2003 y 2007, el crecimiento en la producción de los *competidos por importaciones* -integrados principalmente por PYMES- fue superior al de las ramas *exportadoras* y de *poco competidas por importaciones*, conformadas en ambos casos por empresas de mayor porte. Si en el período se incluye el 2008, la incidencia de la crisis mundial afectó más fuertemente a los exportadores y a los competidos por importaciones, mientras que las ramas con baja exposición externa fueron menos afectadas, manteniendo casi inalterada su expansión promedio.

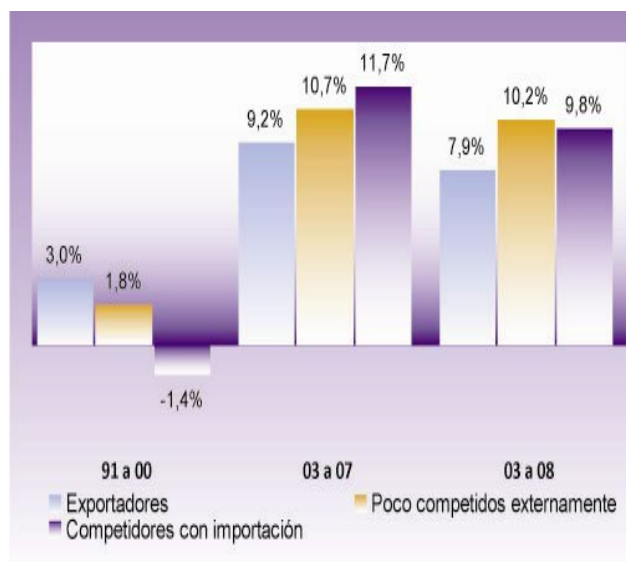
Como contrapartida, durante la década previa, perjudicados principalmente por la apreciación del tipo de cambio real y por la discontinuidad de las políticas industriales, los sectores *vulnerables* terminaron produciendo menos al final de la década que en su inicio⁷. Los exportadores fueron en aquellos años los

⁷ El período seleccionado para caracterizar la década del '90 va de 1991 a 2000, excluyendo el catastrófico año 2001. Si se lo incluyera, la caída anual promedio entre los vulnerables se duplicaría, llegando a 2,8%, lo que equivale a una contracción agregada de casi 25%.

grandes ganadores del modelo, al tiempo que los orientados al mercado interno tuvieron una performance mediocre. (Gráfico 2).

Gráfico 2
Producción Manufacturera por Subconjuntos. 1990-2008.

Tasa de crecimiento anual promedio



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del INDEC

En definitiva, en lo atinente a la evolución de la producción, el quinquenio 2003/2008 ha marcado una clara aceleración de la actividad manufacturera, junto con un crecimiento mayor en los sectores enfocados al mercado interno – en clara coherencia con el patrón macroeconómico definido-, pero que es bastante más equilibrado de lo que fue durante los años de convertibilidad.

Un último rasgo destacable del desempeño reciente de la producción industrial radicó en su difusión regional, alcanzado a la totalidad de las provincias argentinas. Además, esta fase de desarrollo manufacturero resultó destacable porque el crecimiento no estuvo concentrado en un grupo reducido de ramas, sino que fue simétrico al interior del agregado industrial.

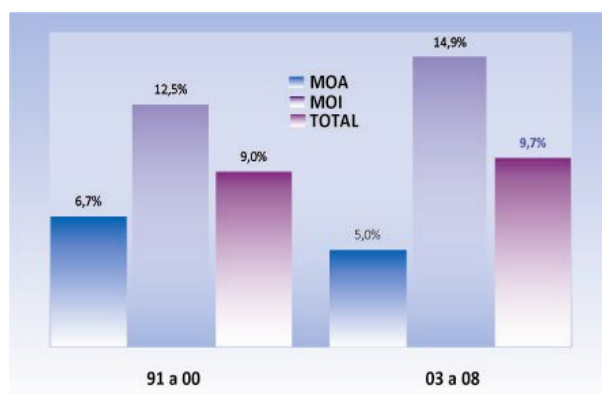
3. Exportaciones Industriales

En términos de cantidades, las exportaciones manufactureras aumentaron 9,7% en promedio

entre 2003 y 2008, superando por 0,7 puntos porcentuales la tasa de la década previa. Al interior del agregado industrial, las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) dieron cuenta de la totalidad de dicha suba, en tanto que el ritmo de crecimiento de las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) se redujo de 6,7% a 5,0% (Gráfico 3).

Gráfico 3
Exportaciones Manufactureras Expresadas en Cantidades. 1990-2008.

Tasa de crecimiento promedio



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del INDEC.

Además, durante los últimos cinco años se observaron avances en la diversificación de las exportaciones industriales (MOI) tanto a nivel de ramas como de mercados de destino. Ello fue propiciado tanto por la política cambiaria como por la estrategia de apertura de nuevos mercados, ya mencionada. Básicamente la proyección externa de nuestras manufacturas no alimenticias bajaron el grado de dependencia de Brasil y, más en general, los cuatro principales destinos pasaron del congregar un 65% en el lapso 1990-2000, a un 59% en 2003-08 (Gráfico 4)⁸.

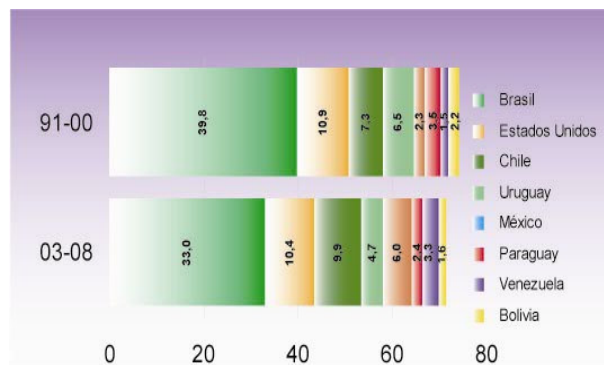
En este sentido, la evolución reciente de las exportaciones nacionales contempló elevadas

⁸ Nótese que entre ambos períodos Uruguay dejó de ser el cuarto mercado en importancia para las MOI desplazado por México. También Venezuela ganó participación en forma destacable, pasando de 1,5% a 3,3% del total de este gran rubro.

tasas de crecimiento para los principales sectores del segmento metalmecánico, como las industrias automotriz (los envíos de vehículos

Gráfico 4
Exportaciones MOI a Ocho Destinos Principales

En % del total de las MOI



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del INDEC

pasaron de 108 mil unidades en 2003 a 350 mil en 2008, lo que determinó una tasa de expansión promedio anual de 27%) y de maquinaria y equipos mecánicos, así como para la rama de manufacturas de metal. Por su parte, los sectores de instrumentos médicos, ópticos y de precisión, farmacéutico y de maquinaria y aparatos eléctricos exhibieron incrementos superiores a los del agregado⁹.

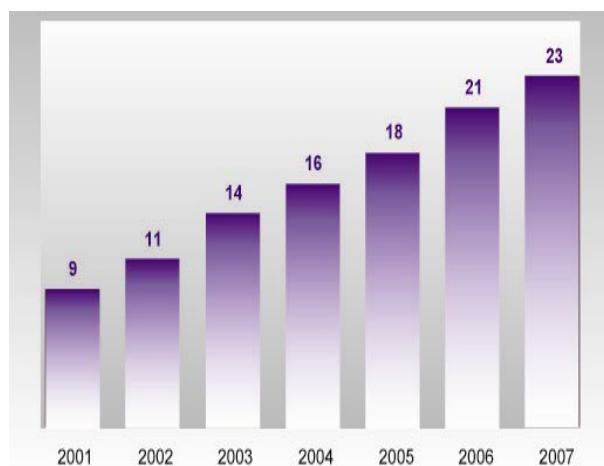
Adicionalmente, dado que los sectores previamente mencionados (excluyendo a la industria automotriz) están conformados en buena medida por pequeñas y medianas empresas, las exportaciones de las PyMEs manufactureras aumentaron significativamente entre 2003 y 2008. Incluso, esa dinámica no se limitó a la suba en los volúmenes de operaciones de las firmas que colocaban previamente sus productos en los mercados externos, sino que se caracterizó por el inicio de la actividad exportadora de numerosas empresas de reducido porte. Por ello, el porcentaje de PyMEs industriales que concreta ventas al

⁹ La Nota Técnica de Comercio Exterior del Informe Económico Trimestral correspondiente al Segundo Trimestre de 2008 presenta un análisis exhaustivo de la diversificación de las exportaciones argentinas.

exterior se incrementó continuamente, pasando de 9% en 2001 a 23% durante 2007 (Gráfico 5).

Gráfico 5
PYMES Industriales Exportadoras.
2001-2007.

Como % del total de PyMEs manufactureras



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Mapa PyME de la SePyME.

4. Inversiones Industriales

El desempeño descrito en las secciones previas fue respaldado por un proceso de inversiones continuo y de magnitud. Por un lado, los proyectos de inversión realizados entre 2003 y 2008 buscaron ampliar la capacidad instalada industrial en aras de abastecer el incremento simultáneo de las demandas interna y externa. De hecho, durante el último trienio, la utilización de la capacidad instalada industrial aumentó sólo 3%, frente a un crecimiento acumulado de la producción manufacturera de 22% (Gráfico 6). En consecuencia, ambas trayectorias determinaron una expansión promedio anual en la capacidad instalada en torno de 6,0% en ese período.

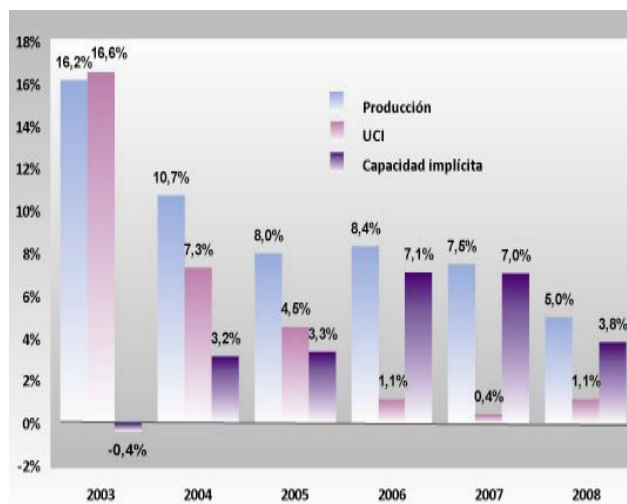
Por otro lado, el incremento de la competitividad-precio¹⁰, derivada de la

¹⁰ La competitividad está compuesta por componentes no-precio (entre los que se destacan la productividad, la tecnología y la escala promedio de planta, que pueden ser modificados por los propios agentes del sector transable) y por factores precio (asociados a las cotizaciones internacionales, a la dotación factorial relativa y al tipo de cambio real, completamente exógenos).

depreciación del tipo de cambio real y del resto de las políticas gubernamentales, fue aplicado

Gráfico 6
Utilización de la Capacidad Instalada, Producción y Capacidad Implícita.
2003-2008.

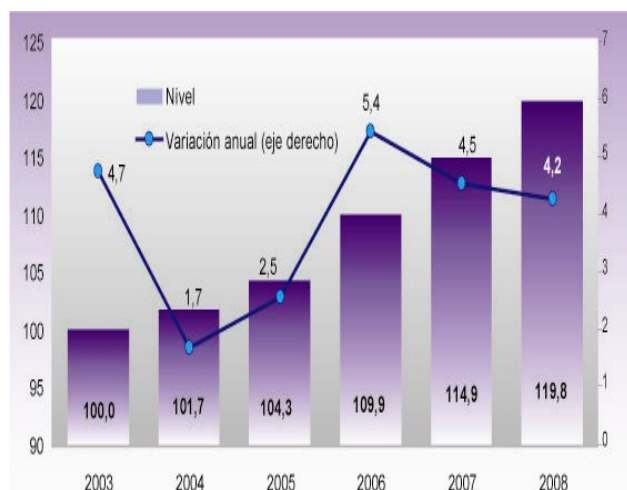
Variación anual



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del INDEC

Gráfico 7.
Productividad Horaria de la Industria Manufacturera*. 2003-2008.

Índice base 2003=100



* Cociente entre los índices de volumen físico de producción y horas trabajadas.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del INDEC

dentro de la industria en el incremento de la productividad (componente no-precio de la competitividad). Así la productividad por hora

trabajada se expandió a una tasa promedio de 3,7% entre 2003 y 2008 (Gráfico 7), con cierta aceleración en los últimos tres años respecto a los previos. Este fenómeno revela la relevancia de la inversión en el impulso a la productividad durante el trienio comenzado en 2006. Sin este impulso la productividad necesariamente se habría desacelerado por la desaparición de los efectos de escala propios de los primeros años de un ciclo expansivo. Finalmente, las PyMEs manufactureras se mostraron notablemente dinámicas en esta etapa en términos de inversiones, lideradas por las pequeñas y medianas empresas de las provincias del Norte Grande (como Corrientes, Misiones y Salta), que habían resultado notoriamente postergadas durante la década anterior¹¹.

5. Reflexiones Finales

En los últimos seis años, la adopción de una política productiva basada en el sostenimiento de precios relativos favorables para la elaboración de bienes transables (tipo de cambio real competitivo) junto con políticas productivas acordes, así como una política de ingresos destinada a sostener el poder adquisitivo de toda la población perfilaron un patrón de crecimiento industrial caracterizado por:

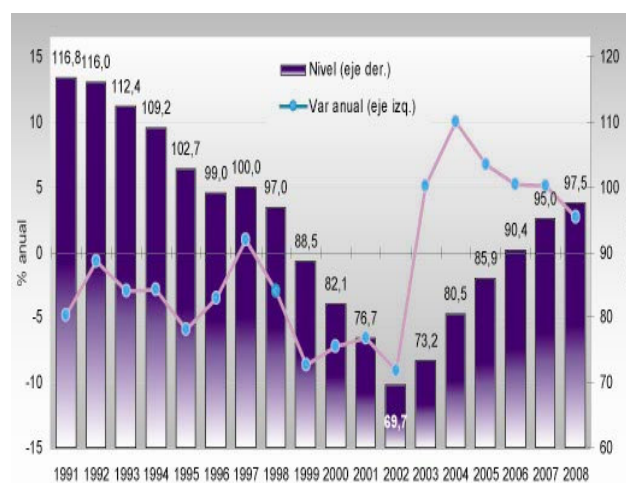
- alto dinamismo de la actividad manufacturera;
- amplia difusión sectorial del crecimiento, con algún sesgo a favor de las ramas empleo intensivas;
- buena *performance* exportadora en términos de cantidades y ampliación de destinos, más allá de la defensa de una acción explícita en defensa del mercado interno;
- expansión de la capacidad productiva;
- mejora de la productividad.

¹¹ Al respecto, véase la Nota Técnica de Actividad del Informe Económico Trimestral correspondiente al Segundo Trimestre de 2008.

Este proceso derivó en la creación sistemática de puestos de trabajo en el sector (Gráfico 8), a diferencia de la década del noventa, durante la cual el empleo se redujo casi constantemente. La cantidad de ocupados en la actividad manufacturera aumentó a una tasa promedio de 5,9% en los últimos seis años. No obstante, la creación de puestos de trabajo ha sufrido una gradual desaceleración a lo largo de ese período.

Gráfico 8
Empleo Manufacturero

Índice Base 1993=100 y variación anual en %.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del INDEC

Esta dinámica de generación progresiva de puestos de trabajo resultó comparativamente más intensa en lo que respecta a las pequeñas y medianas empresas industriales, dado que la tasa de expansión acumulada de los empleos en estas firmas alcanzó 63% entre 2004 y 2007, frente a un aumento de 18% para el agregado manufacturero. Además, la creación de puestos de trabajo en las PyMEs alcanzó una significativa diversificación geográfica (Mapa I).

Los principales desafíos que enfrentan las políticas públicas en materia industrial se vinculan con profundizar el camino de la desconcentración sectorial y por mercados en las exportaciones industriales, que aún marcan una elevada dependencia de la suerte de la economía brasileña y/o de algunos pocos

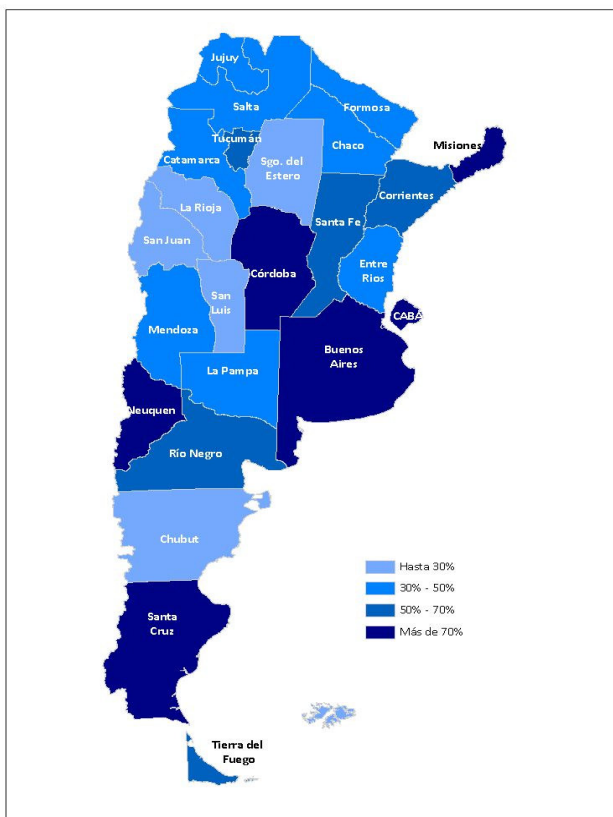
sectores como el automotriz, el siderúrgico o el químico.

Finalmente, la capacidad de generación de trabajo de la industria sigue siendo una cuestión sobre la que extremar la atención y la acción de la política, debido a la desaceleración mostrada por el empleo industrial, aún en años de alto dinamismo de la producción.

Mapa I

Creación de Puestos de Trabajo en las Pequeñas y Medianas Empresas Industriales. - 2004-2007.

Tasa de crecimiento acumulada



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Mapa PyME de la SePyME.





Empleo e Ingresos



Empleo e Ingresos

Empleo

La tasa de desempleo para el total de aglomerados de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) continúa descendiendo en términos anuales desde 2003. En el cuarto trimestre de 2008 se ubicó en 7,3%, 0,2 pp. inferior al valor registrado en igual trimestre del año anterior. Este descenso de la tasa de desocupación se dio como resultado de un aumento anual de la tasa de empleo de 0,5 p.p (pasa de 42,1% a 42,6%) y un aumento pero de menor magnitud de la tasa de actividad, 0,4% p.p (de 45,6% a 46,0%). Es de destacar que la tasa de empleo registra el guarismo más alto desde que se implementó la encuesta continua (primer trimestre de 2003). En términos regionales, la tasa de desempleo en el Gran Buenos Aires se mantuvo en valores similares a los de igual período del año anterior (7,7%) como consecuencia de un incremento similar de la tasa de empleo y la tasa de actividad, 0,7 p.p. En los aglomerados del interior la tasa de desempleo cayó 0,3 p.p por un aumento anual mayor de la tasa de empleo con respecto a la tasa de actividad (0,4 p.p vs. 0,3 p.p). El empleo total en la extrapolación del resultado de los aglomerados de la EPH al total urbano aumenta anualmente en 351 miles de puestos (2,4%). Sin considerar los planes de empleo este crecimiento es de 402 miles de puestos (2,7%). La tasa de subocupación horaria se ubicó en 9,1%, valor idéntico al de igual trimestre del año anterior.

El empleo registrado captado por el SIPA (Sistema Integrado Provisional Argentino) también muestra un crecimiento promedio anual del 5,0%. Se destaca el aumento en los sectores Hoteles y Restaurantes (10,7%), Comercio (8,3%) y Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones (8,0%).

En referencia a la formalidad del empleo, la tasa de asalariados no registrados resulta de 37,8%, una caída de 1,5 p.p con respecto a igual trimestre de 2007.

En cuanto a la Demanda Laboral Insatisfecha, se observa un descenso de la demanda laboral pero compensado con una mejora del “matching” con la oferta. En efecto, el porcentaje de empresas que realizaron búsquedas en el cuarto trimestre de 2008 es de 29,7%, 4,8 p.p por debajo del trimestre anterior y 13,0 p.p menor que igual período del año anterior. Pero al mismo tiempo desciende el porcentaje de empresas que no cubrieron su búsqueda, que es de 8,8%, 6,3 p.p por debajo del trimestre anterior y 2,7 p.p menor a igual período del año anterior.

Ingresos

El pleno funcionamiento de las negociaciones paritarias en un escenario de descenso de la tasa de desempleo permite el incremento de los ingresos de asalariados.

En el cuarto trimestre de 2008 se homologaron 341 convenios y acuerdos colectivos, lo que representa un crecimiento anual de 11%. Asimismo, en el acumulado de todo el año se homologaron 1.231 convenios y acuerdos que representan un incremento de 20% con respecto a 2007.

En el mes de diciembre el Nivel General del Índice de Salarios registró un incremento anual de los salarios nominales del 25,5%. El mayor incremento salarial anual se verificó en el sector privado no registrado (38,4%), mientras que el Privado registrado aumentó 23,3% y el sector público 21,5%. En términos acumulados, el salario de los trabajadores registrados (Sistema Integrado Previsional Argentino) se incrementó un 28,5% comparando el promedio de 2008 con respecto al promedio del año anterior. Cabe aclarar que, el impacto que tuvo en los sueldos de bolsillo de los asalariados registrados la equiparación de los aportes patronales entre el régimen de capitalización y el de reparto llevado a cabo en el mes de enero disminuyó el incremento de bolsillo para algunos trabajadores.

Pobreza e Indigencia

En este contexto de crecimiento del empleo y los salarios, la pobreza y la indigencia continúan disminuyendo desde el primer trimestre de 2003. En el segundo semestre de 2008, el porcentaje de personas en hogares por

debajo de la línea de pobreza se ubicó en 15,3%, 5,3 p.p por debajo de igual semestre del año anterior. El porcentaje de personas en hogares por debajo de la línea de indigencia resultó 4,4%, 1,5 p.p por debajo de igual semestre del año anterior.

PRINCIPALES INDICADORES DE EMPLEO SALARIOS Y POBREZA

EMPLEO E INGRESOS DATOS PRINCIPALES	2003	2006	2007	Año 2007		Año 2008		
				4 Trim	1 Trim	2 Trim	3 Trim	4 Trim
1a. Empleo Aglomerados EPH								
Tasa de actividad	45,7%	46,3%	46,1%	45,6%	45,9%	45,9%	45,7%	46,0%
Gran Buenos Aires	47,8%	48,8%	48,4%	47,5%	48,1%	47,8%	48,0%	48,2%
Aglomerados del interior	43,1%	43,4%	43,4%	43,3%	43,4%	43,7%	43,1%	43,6%
Tasa de empleo	37,8%	41,6%	42,2%	42,1%	42,0%	42,2%	42,1%	42,6%
Gran Buenos Aires	39,0%	43,3%	43,9%	43,8%	43,8%	43,8%	43,9%	44,5%
Aglomerados del interior	36,3%	39,6%	40,0%	40,2%	40,1%	40,4%	40,2%	40,6%
Tasa de desocupación	16,9%	10,2%	8,5%	7,5%	8,4%	8,0%	7,8%	7,3%
Gran Buenos Aires	18,2%	11,2%	9,2%	7,7%	9,0%	8,4%	8,5%	7,7%
Aglomerados del interior	15,2%	8,9%	7,8%	7,2%	7,7%	7,5%	6,9%	6,9%
Tasa de subocupación demandante	11,7%	7,7%	6,3%	6,0%	5,8%	6,3%	6,3%	6,0%
Gran Buenos Aires	12,3%	8,2%	6,9%	6,1%	6,1%	6,1%	6,4%	6,3%
Aglomerados del interior	11,0%	7,2%	6,1%	5,9%	5,5%	6,5%	6,2%	5,7%
Tasa de subocupación no demandante	5,4%	3,5%	2,6%	3,1%	2,4%	2,3%	2,9%	3,1%
Gran Buenos Aires	5,9%	4,3%	3,6%	3,8%	2,9%	2,7%	3,4%	4,0%
Aglomerados del interior	4,7%	2,6%	2,1%	2,2%	1,7%	1,9%	2,3%	2,0%
Tasa de asalarización	73,5%	75,8%	76,4%	76,6%	76,8%	76,0%	75,8%	76,4%
% de asalariados no registrados	50,9%	43,6%	40,4%	39,3%	37,3%	36,5%	36,3%	37,8%
1b. Empleo Total Urbano (en miles de personas)								
Población total	33.796	35.010	35.428	35.587	35.693	35.796	35.902	36.008
Población económicamente activa	15.154	15.877	16.029	15.946	16.093	16.169	16.104	16.292
Ocupados	12.612	14.323	14.719	14.768	14.774	14.901	14.894	15.118
Desocupados	2.542	1.553	1.311	1.178	1.319	1.268	1.210	1.174
Encuesta de Indicadores Laborales (1) (2)								
Empleo Total	95,0	118,8	125,5	128,2	129,3	131,3	132,5	131,7
Industria	99,3	126,7	133,4	137,1	137,8	138,9	139,9	139,3
Construcción	72,4	122,8	135,1	133,9	134,5	139,2	140,0	133,2
Comercio y Servicios	94,6	114,0	120,1	122,8	124,2	126,2	127,4	128,7
Encuesta Industrial Mensual (3)								
Índice de Obreros Ocupados	73,3	90,5	95,1	96,7	97,6	98,5	98,8	96,1
Índice de Horas Trabajadas	70,5	87,6	91,4	94,9	86,9	96,1	98,9	89,7
2. SALARIOS								
Índice de salarios (Var % anual)	12,2%	17,9%	20,6%	22,4%	23,1%	25,5%	26,3%	25,9%
Sector Privado Registrado (Var % anual)	19,9%	20,7%	18,8%	19,9%	20,1%	22,9%	24,5%	24,0%
Sector Privado No Registrado (Var % anual)	1,3%	18,8%	22,3%	23,3%	25,2%	31,9%	35,6%	38,4%
Sector Público (Var % anual)	5,3%	10,5%	24,4%	28,1%	29,2%	27,6%	24,0%	21,8%
Índice de salario por obrero industrial (4)	121,6	233,5	284,6	314,4	321,9	340,5	367,4	393,4
3. POBREZA								
Aglomerados EPH (4)								
Población Pobre	50,9%	29,2%	22,0%		17,8%	15,3%		
15,3%								
Gran Buenos Aires	49,3%	27,5%	21,2%		17,0%	14,9%		
14,9%								
Noroeste	62,6%	42,5%	33,5%		28,0%	21,0%		
21,0%								
Nordeste	69,0%	48,5%	39,0%		32,8%	28,7%		
28,7%								
Cuyo	53,2%	28,2%	19,2%		15,3%	11,8%		
11,8%								
Pampeana	46,8%	25,1%	17,6%		14,3%	13,1%		
13,1%								
Patagonia	36,9%	17,4%	11,5%		9,1%	7,8%		
11,5%								
Población Indigente	24,1%	10,0%	7,1%		5,1%	4,4%		
7,1%								
Gran Buenos Aires	22,7%	9,2%	7,0%		4,8%	4,1%		
7,0%								
Noroeste	30,8%	14,0%	9,8%		6,9%	5,1%		
9,8%								
Nordeste	39,7%	18,6%	15,4%		10,8%	8,6%		
15,4%								
Cuyo	22,6%	8,0%	5,8%		4,3%	2,5%		
5,8%								
Pampeana	22,3%	9,1%	5,1%		4,1%	4,9%		
5,1%								
Patagonia	16,2%	6,3%	4,0%		3,0%	2,5%		
4,0%								

Notas:

El valor para el total de aglomerados fue estimado por el INDEC en el Comunicado "Mercado de trabajo- Principales indicadores del 3er trimestre 2007- Adelanto de resultados" del 22 de noviembre.

(1) Datos correspondientes al Total de Aglomerados

(2) Base Cuarto Trimestre 2001=100

(3) Base 1997=100

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

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

Glosario

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Reforma Previsional y Haberes Jubilatorios Comparados

Participaron en la elaboración de esta Nota Técnica: Fabio Klitenik, y Leandro Serino

1. Introducción

En Noviembre de 2008, a través de la Ley N° 26425, se llevó a cabo la modificación del sistema previsional argentino. El controvertido sistema anterior, surgido durante la década de los '90, se denominaba Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP), y era un sistema mixto que combinaba un *Régimen de Reparto*, administrado por el sector público de acuerdo al principio de solidaridad, y un *Régimen de Capitalización Individual*, administrado por entidades del sector privado, las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP). La nueva Ley implica el traspaso de los aportes obligatorios del régimen de capitalización individual al régimen de reparto, transformando a las AFJP en aseguradoras de retiro que administrarán únicamente aportes voluntarios. El nuevo sistema se denomina Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA).

La reforma generó un intenso debate acerca de las bondades y deficiencias del SIJP vis a vis el nuevo sistema. Como contribución a esta discusión, el presente documento evalúa el desempeño del régimen de capitalización del SIJP en términos de uno de los objetivos centrales de los sistemas previsionales: la maximización de los haberes de los beneficiarios, sujeta a la sostenibilidad del sistema. A tal efecto, se realizan ejercicios de simulación que permiten comparar los haberes jubilatorios de los individuos adheridos al régimen de capitalización con el de los individuos que optaron por permanecer en el sistema de reparto.

2. Los Haberes Jubilatorios: Reparto Vs. Capitalización

Se presentan a continuación una serie de ejercicios de simulación en los que se comparan

los haberes jubilatorios obtenidos en el régimen de capitalización privado (RCI) y en el régimen público de reparto (RR). En los ejercicios para la evaluación del SIJP se analizan dos escenarios límite desde el punto de vista del momento en que enfrentan su retiro. El Escenario 1 compara el haber obtenido en cada régimen si la jubilación ocurre en octubre de 2008, y el Escenario 2 lo hace bajo el supuesto que el individuo se retira en octubre de 2024.

Escenario 1: Jubilación en Octubre 2008

- Jubilación en régimen de reparto: con 30 años de aporte al RR
- Jubilación en régimen de capitalización: con 14 años de aportes al RC y 16 al RR (bajo el esquema de renta vitalicia y de retiros programados)

Escenario 2: Jubilación en Octubre 2024

- Jubilación en régimen de reparto: con 30 años de aporte al RR
- Jubilación en régimen de capitalización: con 30 años de aportes al RC (bajo el esquema de renta vitalicia y de retiros programados)

El **primer escenario** implica que los adherentes al régimen de capitalización acumularon aportes al RCI durante los catorce años de existencia del SIJP y contribuyeron al régimen de reparto durante los otros 16 años que le permiten alcanzar los 30 años de aportes necesarios para jubilarse. El **segundo escenario considera el caso de individuos que se jubilarían en el año 2024**. Las simulaciones incluyen estimaciones acerca de la situación de los trabajadores que, de mantenerse el SIJP, contribuirían durante toda su carrera laboral al régimen de

capitalización. Así, la comparación con la situación de individuos que permanecen en el régimen de reparto a lo largo de estos 30 años permite una evaluación objetiva del nivel de los haberes obtenidos en el régimen de capitalización *vis-à-vis* el régimen de reparto. De esta manera, para medir la eficacia del SIJP en términos de haberes obtenidos no es necesario esperar que se haya cumplido con un ciclo laboral completo en el que un subconjunto importante de aportantes hubiese contribuido al RCI.

En ambos escenarios, se calculan los haberes correspondientes a **individuos que reciben el salario medio (declarado al SIJP) y el de quienes cobran el salario mínimo vital y móvil (SMVyM)**, sobre los cuales se aplica el aporte previsional y la comisión promedio del sistema vigente en cada momento del tiempo. Se enumeran a continuación los principales supuestos y parámetros utilizados en las simulaciones. Los ejercicios suponen que:

- Los porcentajes de aportes previsionales y la comisiones promedio son iguales a las vigentes entre 1994 y 2008 (que varían entre el 5% y 11% del salario bruto en el caso de los aportes, y entre el 1,0% y el 3,5% del salario bruto en el caso de las comisiones)
- Para las simulaciones posteriores a octubre de 2008 los aportes previsionales y las comisiones permanecen constantes en los valores actuales de 11% y 1% respectivamente.
- La rentabilidad del fondo de capitalización entre agosto de 1994 y septiembre de 2008 corresponde al dato efectivo de rentabilidad nominal anual calculado por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (SAFJP).
- Para períodos posteriores a septiembre de 2008 la rentabilidad real de los fondos capitalizables se supone de 4% anual.

- La tasa de crecimiento del salario real se fija en 3% anual con posterioridad a octubre de 2008 (este es un supuesto similar al utilizado por Boudou y D'Elia, 2008).
- Los individuos tienen una carrera laboral de 30 años y aportan ininterrumpidamente a la seguridad social durante este período (en otras palabras, la densidad de aportes, definida como el porcentaje de aportes jubilatorios que realiza un individuo durante su carrera laboral, es de 100%).

En el Régimen de Reparto, el monto de las jubilaciones surge de la sumatoria de la Prestación Básica Universal (PBU), la Prestación Compensatoria (PC) y la Prestación Adicional por Permanencia (PAP). Se considera la última PBU vigente, fijada en \$326 por la Ley N° 26.417, sancionada el 01/10/2008. La PC, por su parte, es equivalente al 1,5% del salario promedio de los últimos diez años de actividad, multiplicado por los años de aportes correspondientes hasta julio de 1994. Para los años posteriores a la entrada en vigencia del SIJP, se contabiliza la PAP. Ésta se calcula de manera idéntica a la PC, pero sobre los aportes posteriores a julio de 1994.

En el régimen de capitalización los haberes surgen de la sumatoria de la PBU, la PC y las rentas vitalicias o retiros programados estimados sobre el Fondo de Capitalización (FC). Se supone una sobrevida promedio de 22,7 para el cálculo de las rentas vitalicias, y una sobrevida promedio de 14,5 años para el cálculo de los retiros programados. El primer valor se obtiene en base a estimaciones de rentas vitalicias realizadas por el Ministerio de Trabajo y Seguridad Social (MTSS, 2005), mientras que los años de sobrevida utilizados para el cómputo de los retiros programados surgen de la tabla actuarial GAM 71, comúnmente utilizada en las estimaciones de seguros de vida.

Resultados

Tal como se observa en el Cuadro 1, a cada uno de estos salarios corresponde un haber jubilatorio en el régimen de reparto, pero dos alternativas en el régimen de capitalización, dado que el jubilado puede optar por una renta vitalicia o por un esquema de retiros programados.

Según los resultados de las simulaciones presentados en dicho Cuadro, en toda

circunstancia el régimen de reparto asegura una jubilación claramente superior a la del sistema privado. Esto es cierto tanto para quienes se jubilan actualmente, como para aquellos que se jubilarían luego de aportar durante 30 años a una AFJP y les correspondería jubilarse en el año 2024.

Cuadro 1
Comparación de haberes jubilatorios (HJ) en Régimen de Reparto y Régimen de Capitalización Individual

Salario al momento de jubilarse	HJ Régimen de Reparto	Régimen de Capitalización Individual			
		Renta Vitalicia		Retiro Programado 1/	
		HJ	% Estado	HJ	% Estado
Para quienes se jubilan hoy					
SMVyM (\$1 200)	\$700	\$479	93.3% *	\$485	92.5% *
S PRO SIJP (\$ 2 759)	\$951	\$846	77.9%	\$870	75.8%
Para quienes se jubilan en 2024 (suponiendo 30 años de aportes al régimen de capitalización) 2/					
SMVyM (\$ 1 573)	\$997	\$598	54.6%	\$674	48.4%
S PRO SIJP (\$ 3 815)	\$2049	\$1148	28.4%	\$1380	23.6%
1/ Supone una sobrevivencia de 14.5 años posterior a la jubilación					
2/ Para el período 2008-2024 se supone un rendimiento real anual del fondo de capitalización de 4% y una tasa de crecimiento del salario real 3% anual.					
HJ = haberes jubilatorios; SMVyM = salario mínimo vital y móvil; S PRO SIJP = Salario Promedio según SIJP					
% Estado = porcentaje del haber jubilatorio cubierto por el estado					
* Porcentaje cubierto por el Estado para alcanzar los \$700 de la jubilación mínima					

Fuente: Estimaciones propias en base a datos del INDEC, la SIJP y la SAFJP.

En el **Escenario 1** (jubilación en octubre de 2008), y de acuerdo a la normativa vigente, una persona que hubiera percibido el salario medio (registrado) de la economía durante los últimos 30 años recibiría hoy en el régimen público de reparto una jubilación de 951 pesos. Si esta misma persona en cambio hubiera aportado a una AFJP entre agosto de 1994 y octubre de 2008, su jubilación actual calculada como renta vitalicia sería de 846 pesos. Las diferencias a favor del régimen público de reparto son aún mayores cuando se analiza la situación de aportantes que cobran salarios más bajos. Si un aportante recibió durante 30 años el equivalente al salario mínimo vital y móvil, que en octubre de 2008 alcanza los 1200 pesos, se jubilaría actualmente con el haber mínimo estatal de 700 pesos. En cambio, de haber aportado a una AFJP desde 1994, le correspondería una renta de aproximadamente 480 pesos, un haber 30% inferior.

Según las estimaciones, los haberes jubilatorios obtenidos bajo el régimen de capitalización son aproximadamente un 10% inferiores a los del régimen de reparto entre quienes cobran un salario medio, y más de 30% inferiores entre aquellos que reciben el salario mínimo.¹²

Asimismo, resulta necesario enfatizar que los haberes de quienes se jubilan hoy en el sistema de capitalización son cubiertos en su gran mayoría con fondos públicos. Como muestra el Cuadro 1, el Estado argentino aporta más del 75% de los haberes jubilatorios entre quienes recibieron el salario promedio.¹³ El porcentaje se eleva mucho más cuando se analiza la situación de los individuos que reciben un salario mínimo. Para que éstos alcancen la jubilación mínima el Estado deberá aportar más del 90% del haber jubilatorio (el 93.3% si

adhieren a un régimen de renta vitalicia y el 92.5% en el caso de retiros programados). Para permitir que los pasivos alcancen la jubilación mínima, así como para cubrir otros baches del régimen de capitalización, el Estado Nacional gasta cerca de 4 mil millones de pesos anuales, desmitificando uno de los tantos supuestos beneficios del RCI para las cuentas públicas.

En el **Escenario 2** (jubilación en octubre de 2024), los resultados no se modifican en lo esencial. Si se reestiman los haberes del régimen de reparto y del régimen de capitalización asumiendo que los aportes se realizan entre 1994 y 2024, y que los aportantes al régimen privado logran contribuir a éste último durante los 30 años de su vida laboral. En este segundo escenario de largo plazo, quienes perciben un salario medio deberían cobrar 2049 pesos (a valores actuales) en el régimen público. En cambio, los haberes jubilatorios correspondientes a las AFJPs no superan los 1200 pesos en el caso de las rentas vitalicias (retiros programados). La diferencia entre uno y otro régimen se mantiene también para el caso de los trabajadores que cobran un salario mínimo. En este caso, los haberes jubilatorios en el régimen de reparto serían de casi 1000 pesos, pero no alcanzan los 700 pesos en el régimen de capitalización.

Uno de los factores que explican estas diferencias son las elevadas comisiones cobradas por las AFJP hasta inicios del 2008, cuando por ley se estableció una comisión máxima de 9,1% sobre los aportes de los trabajadores al RCI. Las comisiones representaron en promedio un elevadísimo 32% del aporte de un salario medio de la economía registrada entre julio de 1994 y noviembre de 2001, y un promedio mayor aún, de 40%, entre diciembre de 2001 y marzo de 2007. Como se mencionó, el impacto de las comisiones es aún mayor para el caso de los trabajadores de bajos ingresos, para los cuales las mismas llegaron a superar el 60% de los aportes.

Un segundo factor que incide en los resultados es la rentabilidad de los fondos de las AFJP. Las presentes simulaciones para el período 2008-2024 suponen una rentabilidad real anual

¹² Este resultado, sin embargo, sobreestima el haber jubilatorio a obtener en el RCI por los trabajadores de bajos salarios ya que la existencia de comisiones bajo la forma de sumas fijas en algunas AFJP determinan que, para este tipo de trabajadores, las comisiones efectivas sean mucho más elevadas que las que hemos utilizado para estas simulaciones.

¹³ Esto brinda una idea de la magnitud y extensión del costo de transición que tuvo el cambio de régimen de mediado de los años 1990.

del 4%, pero aún si se supone una tasa de rentabilidad real anual del 6% de los fondos de capitalización, los haberes del RCI siguen siendo inferiores a los del RR. De hecho, para que los haberes de ambos regímenes se igualen, la tasa de rentabilidad de los fondos de capitalización debería ser 133% mayor a la tasa de variación del salario real. Para el ejemplo en que el salario real crece al 3% anual, la rentabilidad real de los fondos debería crecer al 7%. Esta rentabilidad real mínima requerida, posee poco correlato con las tasas de crecimiento de las economías emergentes y desarrolladas en el largo plazo. En el período 1980-2007, Argentina creció a una tasa promedio del 2,2%, Brasil se expandió al 2,6% y Chile al 4,8%, mientras que los países desarrollados se expandieron a una tasa promedio del 2,3% y los países en desarrollo (excluyendo China) lo hicieron a un ritmo del 3,6%. Si las tasas de rentabilidad están asociadas a la evolución de la economía real, en consecuencia, parecería difícil obtener la rentabilidad requerida para que las AFJP brinden ingresos similares a los del régimen de reparto.

3. Conclusión

Las simulaciones muestran que, aún si se aporta durante 30 años y este dinero se capitaliza, los haberes jubilatorios del sistema privado resultan ser más de un 30% inferiores a los del régimen de reparto. En el caso de los individuos de bajos ingresos, los rendimientos del sistema financiero no permiten alcanzar, ni siquiera en el largo plazo, a la jubilación mínima. Las simulaciones efectuadas indican con claridad que el régimen de reparto (RR) asegura una mayor jubilación que el régimen de capitalización individual (RCI), cualquiera sea el momento de la jubilación y el nivel salarial de los aportantes.

Referencias

Boudou, A. y V. D'Elia, (2008); Determinantes de los Traspasos de los Afiliados de Capitalización al Régimen de Reparto: Evidencia a partir de microdatos; ANSES, Estudios Especiales de la Seguridad Social.

Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (2005); Valuación financiera actuarial del SIJP 2005/2050; Prospectiva de la Previsión Social, Serie de Publicaciones de la Secretaría de la Seguridad Social, Año II, N° 3.





Finanzas Públicas



Finanzas Públicas

Sector Público Nacional

Durante el cuarto trimestre de 2008 las cuentas públicas registraron un resultado primario superavitario de \$962 millones, ubicándose \$1.920 millones por debajo de IV.07. Con intereses de deuda superiores en \$1.855 millones, el saldo financiero resultó negativo en \$6.808 millones, inferior en \$3.775 millones a IV.07.

La variación anual del superávit se originó en una suba de los ingresos de 28%, frente a un incremento de los gastos de 35%, motivado por la aplicación de un conjunto de medidas destinadas a paliar los posibles efectos negativos de la crisis internacional sobre la economía local.

En todo 2008, el Resultado Primario ascendió a \$32.529 millones, con una suba de 26% respecto de 2007. Así, el superávit fue de 3,15 puntos del producto, cumpliendo la meta prevista en el Presupuesto Nacional. Los ingresos se elevaron 34% y los gastos primarios 35%, aunque los primeros, sin contar los recursos originados en los traspasos desde las AFJP durante 2007, registraron un crecimiento de 40%.

Entre enero y diciembre de 2008, el resultado fiscal luego del pago de intereses ascendió a \$14.655 millones, situándose 58% por encima del registrado en 2007.

Ingresos

La Recaudación Tributaria Nacional registró un incremento anual de 25% entre octubre y diciembre de 2008, motivada fundamentalmente por mayores ingresos de la Seguridad Social, Ganancias e IVA. Así, los recursos impositivos ascendieron a \$269.375 en el año 2008, situándose 35% por encima de 2007.

Los recursos previsionales, con un incremento anual de 57% en el último trimestre de 2008, explicaron más del 35% de la suba de la recaudación.

El dinamismo obedeció al mayor número de aportantes¹⁴ respecto de igual período del año previo, pero también al ritmo de crecimiento del empleo registrado y de los salarios. En el mismo sentido, aportaron a la suba los incrementos registrados en la remuneración imponible de los aportes personales¹⁵. Así, en el año los ingresos de la seguridad social registraron una suba de 45%.

Entre los ingresos tributarios, los de Ganancias, con un incremento de 25% en el IV.08 respecto de IV.07, continuaron creciendo a tasas superiores respecto de la primera mitad del año, debido a los recálculos a la suba del impuesto determinado entre los meses de mayo y junio. Así, también fue de 25% la suba para todo 2008.

Durante el cuarto trimestre, los impuestos que gravan las transacciones continuaron en ascenso. La mejora de 14% en el IVA reflejó un ritmo sostenido de crecimiento de la actividad económica, así como una mayor eficiencia recaudadora. Los recursos de ese impuesto originados internamente se elevaron 23%, suba que se vio parcialmente compensada por la desaceleración de los ingresos generados en importaciones. En línea con la tendencia de IVA DGI, el impuesto sobre los Créditos y Débitos en Cuenta Corriente se elevó 22% anual en el trimestre.

Con una desaceleración respecto de los primeros nueve meses del año, los recursos aduaneros evidenciaron un incremento de 16% en el trimestre, a partir de un incremento de 18% en los Derechos de Exportación y de 9% en los de importación. A pesar del menor dinamismo en el último trimestre, originada

¹⁴ La reforma previsional de febrero de 2007 reabrió la opción jubilatoria, a partir de la cual hicieron el traspaso al Sistema estatal 1,26 millones de trabajadores que comenzaron a aportar a Reparto desde el mes de enero de 2008.

¹⁵ La remuneración imponible máxima sobre la cual se tributan los aportes personales paso de \$6.750 a \$7.256 en marzo y alcanzó los \$7.800 en julio.

entre otros por la fuerte caída de los precios de los principales productos de exportación, en el año 2008 los ingresos del comercio exterior subieron 64% respecto de 2007.

Gastos

Con una variación de 35% en el cuarto trimestre de 2008 respecto del IV.07, los gastos primarios totalizaron \$186.606 millones en el año, dando lugar a un incremento de 35% en relación con 2007.

Luego de un crecimiento uniforme durante todo el año, las remuneraciones cerraron 2008 con una suba anual de 33%. En tanto, las prestaciones sociales, en la segunda mitad del año transitaron una fase de desaceleración que se profundizó en el IV.08, culminando el año con una variación de 28% respecto de 2007. La disminución en el ritmo de crecimiento se debió a incrementos jubilatorios en 2008 (7,5% en marzo y 7,5% en julio) inferiores a los otorgados en 2007 (13% en enero y 12,5% en septiembre).

Con avances y retrocesos entre trimestres, las transferencias al sector privado, luego de una desaceleración en el III.08, volvieron a dinamizarse en el IV.08. Tras una suba de 76% en el último trimestre de 2008 respecto del IV.07, las mismas promediaron un incremento anual de 60%. Entre ellas, los subsidios volvieron a dinamizarse, aunque no hasta los niveles de crecimiento observados en el primer semestre del año. Por otro lado, la suba reflejó los aumentos en las asignaciones familiares¹⁶ y los pagos extraordinarios (por única vez) a jubilados y pensionados, participantes de planes sociales y beneficiarios de pensiones no contributivas¹⁷.

¹⁶ A través del Decreto N° 1.591/08 se modificaron los rangos, topes y montos de las asignaciones familiares. Se elevaron los topes de cada tramo de remuneración. El tope máximo para la percepción de asignaciones por hijo o cónyuge se extendió hasta los \$4.800. Por otra parte, las asignaciones por hijo, hijo con discapacidad y cónyuge se elevaron 35%. Mientras las extraordinarias, otorgadas por única vez (matrimonio nacimiento y adopción), se incrementaron 50%. Las subas rigen desde la percepción de asignaciones devengadas en septiembre de 2008.

¹⁷ Por medio de los Decretos N° 2.300/08 y 2.301/08 se otorgaron pagos de \$200 por única vez en el mes de

Incluyendo los pagos de intereses de deuda, que se elevaron 31% en los últimos tres meses del año respecto del IV.07, concentrando la mayor cantidad de vencimientos de 2008, los gastos totales se elevaron 35%. En el año, en cambio, los pagos de intereses crecieron a una tasa del 9%, significativamente más baja que el resto de las erogaciones. Así, los gastos totales evidenciaron una suba de 32% en 2008 respecto de 2007.

Financiamiento y Deuda

El cierre de año evidenció un salto en los servicios de deuda que alcanzaron \$34.434 millones entre amortizaciones (\$26.936 millones) e intereses (\$7.499 millones). Vale destacar que sólo el 17,5% de los servicios estuvieron nominados en divisas, y se debieron a reembolsos a Organismos Internacionales y al pago de las unidades ligadas al PIB.

Por su parte, las obligaciones en pesos sumaron \$25.344 millones y se vieron fuertemente influidas por repagos de adelantos transitorios al BCRA y las recompras de deuda fijadas en el marco del Canje de 2005¹⁸.

Entre las fuentes financieras del período una parte importante provino del endeudamiento en pesos, que alcanzó los \$27.199 millones y se constituyó con colocaciones de Bonar 2013 (\$3.200 millones) y con fondos provenientes de adelantos transitorios del BCRA y nuevas colocaciones de letras entre organismos del Sector Público Nacional.

La deuda bruta en términos del PIB continuó en valores por debajo de los observados en el IV.07 (prácticamente - 8 pp.).

diciembre a beneficiarios del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) y de \$100 a beneficiarios de pensiones no contributivas e integrantes del Programa Jefes de Hogar, así como \$150 a participantes del Seguro de Capacitación y empleo y del Programa Familias por la Inclusión Social.

¹⁸ Decreto N° 1735/2004.

PRINCIPALES INDICADORES DE FINANZAS PÚBLICAS

	2007	2008	Ult. 12 Mes.	IV 07	I 08	II 08	III 08	IV 08
1 SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO								
Base caja - En millones de \$								
Ingresos Totales	164.074	219.134	219.134	43.837	47.868	55.986	59.029	56.252
Ingresos Corrientes	163.801	218.461	218.461	43.728	47.849	55.956	58.873	55.783
Tributarios	109.366	148.560	148.560	31.066	32.728	38.028	40.389	37.415
Contribuciones Sociales	44.721	54.694	54.694	10.020	12.152	13.017	14.554	14.971
Rentas de la propiedad	4.271	8.285	8.285	1.236	1.594	3.264	2.126	1.301
Otros	5.442	6.923	6.923	1.406	1.375	1.647	1.805	2.097
Ingresos de capital	273	673	673	108	19	29	156	469
Gastos Totales	154.778	204.480	204.480	46.870	43.049	47.419	50.951	63.060
Gasto Primario	138.355	186.606	186.606	40.955	39.024	44.520	47.772	55.290
Remuneraciones	18.615	24.687	24.687	5.311	5.379	5.397	6.716	7.195
Prestaciones a la Seguridad Social	50.461	64.552	64.552	15.507	13.536	16.935	15.893	18.188
Transferencias Privadas	28.323	45.336	45.336	7.623	9.173	11.169	11.546	13.448
Transferencias Públicas	12.711	15.906	15.906	4.206	2.972	3.152	4.303	5.480
Gasto de Capital	19.903	23.576	23.576	5.696	5.384	5.145	5.665	7.383
Intereses	16.423	17.874	17.874	5.915	4.025	2.899	3.179	7.771
Resultado Primario	25.719	32.529	32.529	2.882	8.844	11.466	11.257	962
Resultado Financiero	9.296	14.655	14.655	-3.034	4.819	8.567	8.078	-6.808
2 RECAUDACIÓN TRIBUTARIA NACIONAL								
En millones de \$								
DGI	136.982	173.189	173.189	37.426	37.660	45.747	45.140	44.643
Ganancias	42.855	53.646	53.646	10.960	10.793	14.972	14.199	13.683
IVA	62.669	80.229	80.229	18.061	18.400	19.922	21.250	20.656
Internos coparticipados	4.717	5.617	5.617	1.322	1.355	1.369	1.357	1.535
Créditos y Débitos en Cuenta Corriente	15.065	19.495	19.495	4.230	4.359	4.819	5.162	5.155
Combustibles	2.538	3.610	3.610	734	946	786	849	1.029
Otros	9.138	10.592	10.592	2.119	1.807	3.879	2.322	2.585
Sistema de Seguridad Social	35.331	51.144	51.144	9.188	11.350	11.622	13.763	14.409
Aportes personales	14.323	23.243	23.243	3.888	5.029	5.441	6.532	6.241
Contribuciones patronales	24.175	33.167	33.167	6.108	7.660	7.527	9.140	8.840
Otros	5.274	6.410	6.410	1.444	1.483	1.618	1.628	1.680
Capitalización y rezagos	8.440	11.675	11.675	2.251	2.823	2.965	3.536	2.353
Comercio Exterior	27.468	45.042	45.042	9.063	10.012	10.752	13.761	10.516
Derechos de Importación ¹	7.018	8.986	8.986	2.118	2.072	2.237	2.355	2.322
Derechos de Exportación	20.450	36.055	36.055	6.945	7.940	8.515	11.406	8.194
Total Recursos Tributarios	199.781	269.375	269.375	55.677	59.023	68.121	72.664	69.568
Clasificación Presupuestaria								
Administración Nacional	104.525	141.704	141.704	29.946	31.206	36.062	38.998	35.437
Contrib. Seguridad Social	33.706	48.958	48.958	8.766	10.844	11.125	13.176	13.813
Provincias	54.045	68.809	68.809	14.833	14.817	18.474	17.885	17.633
No Presupuestario	7.506	9.904	9.904	2.132	2.155	2.460	2.605	2.685
3 DEUDA								
En millones de USD								
Deuda Pública Bruta del Sector Público Nacional ²	-	-	-	144.729	144.493	149.847	145.707	145.975
A vencer	-	-	-	139.239	138.561	143.694	139.871	139.636
Atrasos (Club de París y otros)	-	-	-	5.489	5.932	6.154	5.836	6.339
Deuda Pública Bruta del Sector Público Nacional en pesos	-	-	-	68.375	67.404	71.871	70.330	69.318
Deuda Pública Bruta del Sector Público Nacional en moneda extranjera	-	-	-	76.354	77.089	77.976	75.377	76.657
Deuda Externa del Gobierno Nacional	-	-	-	62.132	63.133	62.454	58.463	55.733
En Porcentaje								
Deuda Pública Bruta / PBI	-	-	-	56,1	53,0	48,7	46,3	48,5
Deuda en Moneda Extranjera / Deuda Bruta	-	-	-	52,8	53,4	52,0	51,7	52,5
Deuda a Tasa Variable / Deuda Bruta	-	-	-	26,4	27,4	26,6	26,1	27,0
Deuda de Corto Plazo / Deuda a Vencer	-	-	-	7,5	6,4	6,5	6,7	10,0

1 Incluye Tasa de Estadística

2 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 Internacionales

En el cuarto trimestre de 2008 la economía argentina sintió el impacto de la crisis financiera y económica internacional. La reversión del ciclo externo favorable para los precios de las materias primas, uno de los principales rubros de exportación de la mayoría de las economías emergentes, tuvo efectos agudos tanto sobre la actividad como sobre la tasa de inflación internas, desacelerando ambas variables.

La baja de precios fue muy pronunciada, considerando el breve intervalo en que se produjo. Según el índice general de commodities del FMI, los precios promedio del cuarto trimestre de 2008 cayeron -40% frente a los del tercero. El descenso fue menor en el caso del subíndice Alimentos (-25%) y mayor para los combustibles (-50%). En el caso del petróleo WTI, crudo de referencia para el mercado argentino, el barril pasó de un precio promedio de 118 dólares a sólo 58, entre el tercer y el cuarto trimestre. Sin embargo, si se considera la variación anual -con respecto al 4to. trimestre de 2007- las pérdidas de las materias primas se recortan hasta -24% en el caso del índice general y -12% en los alimentos.

Esas fuertes caídas se reflejaron en los precios de los productos exportables argentinos. Según el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el Banco Central, esta baja fue del -35% en dólares entre el III y el IV trimestre de 2008. Dicha reducción se vio atenuada hasta 29% cuando se la mide en pesos, gracias a una suba del tipo de cambio nominal promedio del 9% entre ambos trimestres.

Precios Mayoristas

El Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) marcó un alza anual del 8,8% en diciembre de 2008, lo que significó una marcada desaceleración con respecto al número del final de 2007 (14,6%). Durante el cuarto trimestre el IPIM prácticamente no varió,

ya que la suba de octubre (0,6%) fue neutralizada por la deflación ocurrida en el bimestre noviembre-diciembre (0,3% en cada mes). De esta forma, el índice reflejó rápidamente el cambio del escenario externo sobre la economía local.

La estabilidad casi total de los precios mayoristas durante el trimestre abarcó tanto a los bienes nacionales como a los importados. Los primeros variaron 0,0% entre septiembre y diciembre de 2008, y también con el patrón mensual ya descrito (suba en octubre seguida por deflaciones en noviembre y diciembre). En el caso de los importados, la tendencia deflacionaria comenzó recién en diciembre, con una baja del 1,1% mensual, que dejó la variación durante el trimestre en 0,1%. En el trimestre, el grupo nacional más estable fue manufacturas industriales, que aumentaron 0,5%, mientras que los primarios retrocedieron 1,7%.

En términos de inflación anual, los bienes importados aumentaron 13,8% en diciembre último, mientras que las manufacturas nacionales lo hicieron en 11,4%. En contraste, los bienes primarios casi no se movieron, ya que tanto el petróleo como los bienes agropecuarios son objeto, en el mercado doméstico, de una política de estabilidad y sostenimiento del poder adquisitivo de la población.

Precios Minoristas

En la segunda mitad de 2008, la inflación minorista se desaceleró tanto en comparación con la primera mitad del año como frente al segundo semestre de 2007. La inflación entre puntas de 2008 (diciembre a diciembre) en el IPC-GBA fue de 7,2%, unos 2 puntos porcentuales menos que la anual en junio y 1,3 puntos menos que en diciembre de 2007.

Las políticas llevadas adelante por el Gobierno como los acuerdos de precios máximos y subsidios a productores (particularmente en

carne vacuna y aviar y lácteos) ayudaron a contener la inflación en el capítulo de Alimentos, el más importante dentro del IPC. Dichos bienes se incrementaron 5,6% anual en diciembre último, en comparación con una suba del 8,6% durante el año anterior. En contraste, la indumentaria aceleró su tasa de suba, desde 1,6% en 2007 hasta 6,3% en 2008. Los capítulos de servicios en particular tuvieron aumentos considerables; por ejemplo Educación aumentó 16,5% por causa de los colegios y universidades privadas, mientras Salud y Esparcimiento superaron levemente el 10% de suba anual en cada caso. Por el contrario, Vivienda se desaceleró al subir sólo 2,1% frente a 2007, ya que también lo hizo su principal componente –los alquileres–.

Por grupos de precios, en el trimestre octubre-diciembre de 2008 sólo se incrementaron en forma significativa los estacionales (2,4% por causa del turismo y la indumentaria), mientras que el IPC Resto (aproximación de la inflación núcleo) lo hizo en apenas 1,2%; por su parte los precios regulados (tarifas de transporte y energía, combustibles, cigarrillos) prácticamente no variaron.

Costo de la Construcción

El Índice del Costo de la Construcción (ICC) aumentó 15,0% anual en diciembre pasado, tasa muy inferior a la observada a fines de 2007 (21,4%). La desaceleración en este caso provino mayormente de los precios de los materiales, que subieron 11,6% durante 2008, unos 9 puntos menos que en 2007. La mano de obra también redujo su ritmo de suba, desde 22,7% en 2007 hasta 16,4% en 2008. El ICC reflejó hacia el final del año la leve desaceleración del ritmo de actividad del sector, en particular entre las obras nuevas. De esta forma, durante el cuarto trimestre el índice aumentó sólo 0,7%, una proporción con relación a los dos trimestres inmediatamente previos (5,1% en III y 6,6% en IV 08). Cabe destacar que, aún así, el ICC acumuló una suba del 145% en el quinquenio 2003-2008, equivalente a cerca del doble de la experimentada por los precios mayoristas.

Precios Implícitos del PIB

En el último trimestre de 2008, el Índice de Precios Implícitos (IPI) del Producto Bruto Interno desaceleró su tasa de suba hasta 14,3% anual, ritmo 5,2 puntos porcentuales menor al del tercer trimestre. En contraste, la tasa del segundo trimestre (23%) había marcado un record para el último quinquenio.

La reducción se originó principalmente en lo sucedido con los precios de las exportaciones, que de haber aumentado a un ritmo del 30% anual en la primera mitad del año se moderaron hasta un nivel del 13,2% en el cuarto trimestre. De hecho, el nivel de dichos precios prácticamente se estancó durante el período octubre-diciembre. Cabe destacar que se trata de los precios de todas las exportaciones (no sólo commodities) incluyendo servicios (turismo, fletes, salud, educación, empresariales, etc.), por lo que sus precios no son comparables con lo reflejado por el IPMP del BCRA, centrado en materias primas. También aquietó la variación de los precios del consumo privado, desde el 19,7% anual en el segundo trimestre hasta 15,7% en el cuarto. Se trata del componente más importante por su ponderación en el PIB, que fue del 58% (corriente) en 2008.

Los precios implícitos de los bienes crecieron 10,3% anual en el cuarto trimestre, mientras que los de los servicios lo hicieron en 18,8%. Por consiguiente, el precio relativo bienes/servicios bajó 7% frente a los del cuarto trimestre del año anterior. No obstante, en el promedio de 2008 todavía alcanzaron a subir levemente contra 2007 debido a lo sucedido durante los 3 primeros trimestres. Considerando su evolución desde 1993 –destacando que su nivel de entonces se mantuvo estable durante toda la convertibilidad– tal relación se incrementó en 44%, demostrando que la política macroeconómica ha podido conservar las ventajas para la producción transable internacionalmente durante estos últimos 6 años de fuerte crecimiento.

Tipo de Cambio Nominal

En el cuarto trimestre de 2008 el Tipo de Cambio Nominal con el dólar (TCN) subió 9% anual, variación significativa pues resultó la mayor de los últimos 6 años. Así, el valor de la divisa norteamericana alcanzó un precio promedio de \$ 3,42 por unidad, contra los \$ 3,14 de finales de 2007. La suba se produjo exclusivamente durante el período octubre-diciembre, ya que hasta septiembre el TCN había incluso bajado frente a su valor de diciembre de 2007.

La suba del último trimestre, sin embargo, apenas alcanzó para cambiar al promedio del

TCN durante 2008. Al ubicarse en \$ 3,16 por dólar, dicha variable se incrementó sólo 1,5% frente al promedio de 2007. Si se compara el valor de 2008 con el del año 2003, la suba del TCN subió 7,2% en el último quinquenio. Esto significa que tras el crecimiento sostenido logrado en un marco de gran estabilidad cambiaria –una demostración de las bondades del sistema de flotación administrada, frente a la rigidez y al sistemático endeudamiento externo inherentes al sistema de los años '90- los últimos meses han mostrado alguna apreciación real. Este proceso, no obstante, comenzó a revertirse durante el último trimestre del 2008.

PRINCIPALES DATOS DE PRECIOS

Tasas de variación anuales	2003 - 2007	IV 07	I 08	II 08	III 08	IV 08
IPIM	8,4	14,6	15,7	13,8	11,7	8,8
Primarios	8,4	12,9	13,1	3,4	1,2	-0,1
Manufacturados	9,0	15,3	16,3	17,1	14,9	11,4
Importados	3,2	13,2	16,7	18,8	16,2	13,8
ICC	16,3	21,4	18,5	17,9	19,2	15,0
Materiales	12,8	20,6	19,6	18,5	15,5	11,6
Mano de Obra	21,7	22,7	17,4	17,4	22,8	18,0
IPC	8,0	8,5	8,8	9,3	8,7	7,2
Bienes	6,0	8,5	7,5	7,7	7,1	6,1
Servicios	7,6	8,5	10,8	11,6	11,2	9,1
Estacionales	7,0	-6,8	-13,4	-15,1	-12,5	-0,7
Regulados	5,1	8,5	8,7	8,6	7,7	4,0
IPC Resto	8,8	10,9	11,5	11,9	11,2	8,8
Alimentos y bebidas	9,0	8,6	7,7	8,2	5,5	5,6
Indumentaria	9,2	1,6	-3,4	-3,8	5,4	6,3
Vivienda y servicios	9,0	9,7	10,7	11,3	10,5	7,5
Equipamiento del hogar	6,3	8,5	7,1	5,3	5,4	7,3
Gastos de salud	7,8	11,3	12,3	13,7	14,2	10,5
Transporte y comunic.	5,5	10,8	11,5	12,0	10,2	6,4
Esparcimiento	6,9	2,3	8,4	10,0	13,3	10,1
Educación	11,2	11,7	19,3	21,8	17,3	16,5
Otros Bienes y Servicios	8,3	11,2	9,9	8,4	10,1	7,3
PRECIOS IMPLICITOS DEL PIB	11,2	18,1	20,1	23,0	19,5	14,3
Consumo Privado	10,2	14,9	15,8	19,7	18,2	15,7
Inversión	11,5	16,3	13,8	12,9	11,2	12,4
Consumo Público	17,1	22,0	19,9	25,6	28,2	20,5
Exportaciones	8,3	22,9	33,5	31,7	26,5	13,2
Importaciones	4,3	11,2	13,2	17,8	10,3	13,5
Agricultura Ganadería	11,5	47,6	56,2	54,7	24,4	-7,7
Pesca	6,0	36,0	28,3	8,0	22,3	37,5
Minería	12,9	12,1	15,1	-3,4	-4,1	-7,8
Industria	8,9	15,2	21,7	25,1	23,0	16,9
Electricidad Gas Agua	9,2	7,8	9,2	4,3	5,6	14,7
Construcción	16,8	22,0	18,4	19,9	18,0	15,6
Comercio	8,7	13,7	19,1	20,8	22,9	20,2
Restaurantes Hoteles	16,1	10,5	10,4	17,2	19,5	19,9
Transporte Comunicaciones	9,0	9,2	10,5	11,2	12,9	11,8
Intermediación Financiera	10,8	7,7	11,3	13,5	20,2	11,7
Inmobiliarias Alquiler	10,9	19,8	18,0	17,9	23,5	19,4
Administración Defensa	17,7	28,3	22,8	30,8	33,1	25,8
Educación Salud	18,0	25,6	22,4	28,8	29,2	24,1
Otros Servicios	12,6	16,8	18,6	19,1	16,0	18,1

Fuente: INDEC

Inflación, ingresos y precios internacionales

Participaron en la elaboración de esta Nota Técnica: Fernando Curi, Esteban Kiper, Fabio Klitenik y Pablo Mira.

1. Introducción

A mediados de 2008 los precios de las materias primas alcanzaron sus máximos niveles históricos en términos nominales¹⁹. Uno de los aspectos destacados de este episodio inflacionario fue el incremento de los precios en dólares de los bienes agrícolas, denominado “*agflation*”. La *agflation* indujo ganancias de términos del intercambio en la mayor parte de Sudamérica, debido a que sus economías presentan un perfil exportador sesgado hacia ese tipo de bienes. Sin embargo, el beneficio de los mejores precios de exportación implica un incremento en las tensiones inflacionarias domésticas, y junto a ellas posiblemente también retrocesos en el poder de compra de los salarios. Esta problemática aparecía también en los países desarrollados, tanto exportadores como importadores de alimentos, como Estados Unidos y Canadá, o España e Italia.

Las respuestas de política económica ante estas perspectivas fueron diferentes en cada país, y en consecuencia la *agflation* afectó a precios e ingresos reales con distinta intensidad. Por otra parte, factores estructurales como el grado de competencia en los mercados, la homogeneidad o heterogeneidad de la estructura productiva, la fortaleza de los sindicatos, la inserción como exportador o importador de los productos inflacionados o la composición de la canasta básica alimenticia también determinan el impacto que el shock tiene sobre la dinámica inflacionaria y de los salarios reales de cada país.

Con el propósito de analizar los diversos impactos del fenómeno de la *agflation*, fueron seleccionados un grupo de países

sudamericanos y algunos países desarrollados cuya posición en el comercio internacional de alimentos es relevante. Cinco son exportadores netos de alimentos (Estados Unidos, Canadá, Brasil, Chile, Perú y Argentina) y dos son fuertes importadores netos (España e Italia)²⁰. En todos los casos se estudia la evolución del precio del rubro Alimentos y Bebidas en dólares y se descompone luego el aumento observado en sus dos componentes: el incremento de los precios internos y la apreciación cambiaria. Luego, para el caso de los países sudamericanos se evalúa cual fue el impacto de la *agflation* sobre la evolución de los ingresos, en particular sobre los salarios reales mínimos y medios, y también sobre los salarios medidos en dólares.

2. Agflación y Precios Internos en Dólares

Si bien la *agflation* a nivel global es un caso de inflación de demanda, en cada país en particular ésta se presenta como un fenómeno de inflación importada, y por lo tanto exógena. Aun así, el fenómeno puede disparar un proceso de espiralización y/o de inercia inflacionaria de naturaleza interna, porque al afectar el poder adquisitivo de los salarios se puede desatar un incremento en la conflictividad social que derive en una puja distributiva más intensa.

De allí que la respuesta de algunos bancos centrales, en particular aquellos que rigen su accionar por esquemas de metas de inflación, fuera la de contraer la demanda agregada

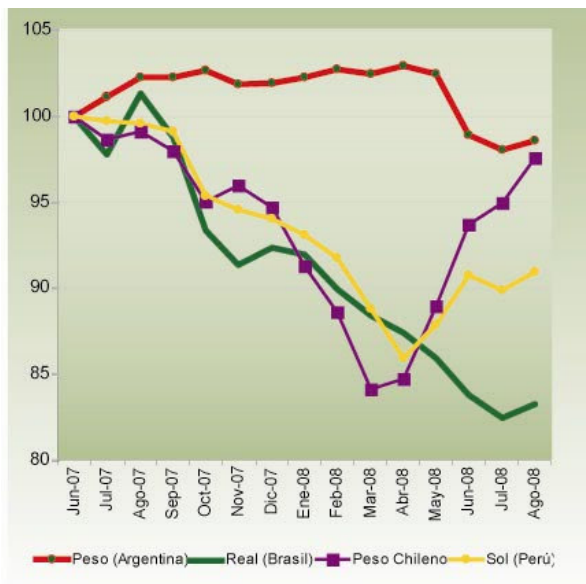
¹⁹ En términos reales los aumentos resultan menos significativos. Si bien el petróleo superó el máximo de 1979, en el caso del trigo y la soja los precios resultan levemente inferiores a los de la década del '80.

²⁰ En el Anexo se resumen los principales indicadores económicos vinculados a la problemática abordada de cada uno de estos países.

mediante subas de tasas o restricciones en la liquidez. Si bien entre los países desarrollados no se observaron incrementos sustanciales en la tasa de interés, el Banco Central Europeo

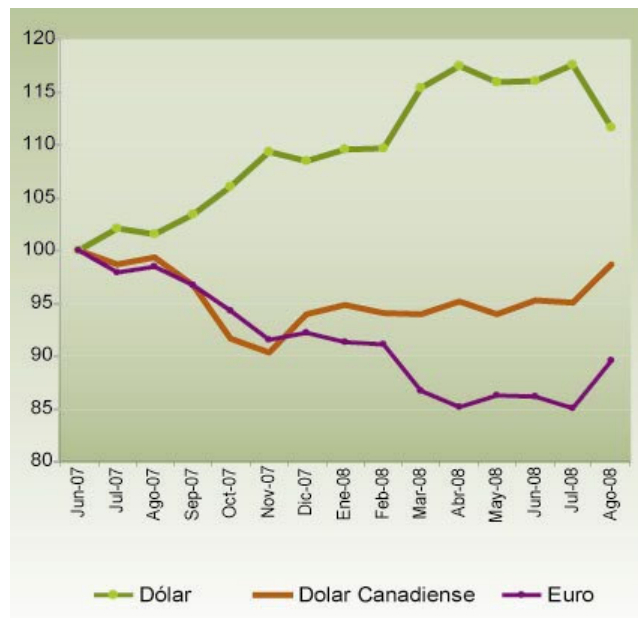
Argentina constituye uno de los pocos casos en los que no se apeló a la caída del tipo de cambionominal como estrategia anti-inflacionaria. En cambio, se puso centro en la

Gráfico 1
Tipo de cambio nominal contra el dólar
Sudamérica (Junio 07=100)



Fuente: CEI

Gráfico 2
Tipo de cambio nominal contra el dólar*
Países Desarrollados (Junio 07=100)



*Para Estados Unidos se calcula el tipo de cambio nominal bilateral con el Euro

Fuente: CEI

incrementó un 0,25pp. la tasa de referencia entre julio y septiembre, y la FED empezó a reducir la tasa en agosto de 2007 ante la amenaza de recesión provocada por los primeros síntomas de la crisis que estallaría meses más tarde.

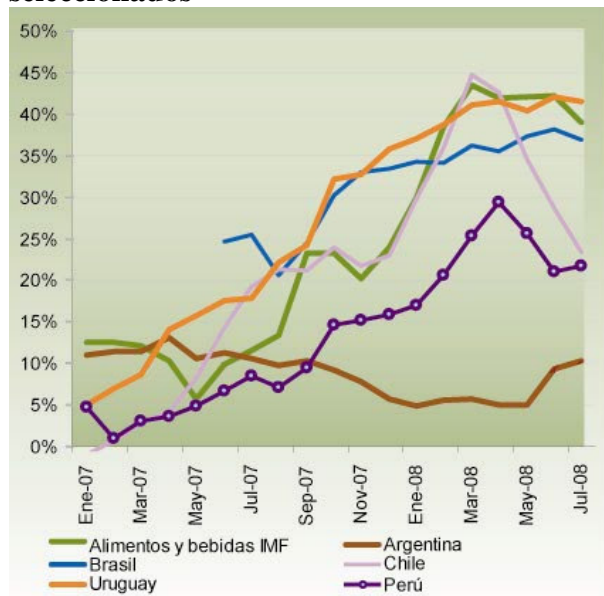
Los países emergentes, en líneas generales, enfrentaron el *shock* de precios internacionales dejando apreciar el tipo de cambio nominal. A eso se sumaron respuestas muy moderadas de política monetaria (leves subas de la tasa de referencia), y en algunos casos políticas específicas de intervención en determinados mercados. La apreciación cambiaria fue una respuesta factible gracias al exceso de oferta de divisas provocado por el mismo aumento de los términos de intercambio observado para la mayor parte de los países latinoamericanos, sumado al ingreso de capitales derivado de las expectativas de apreciación y la suba de tasas.

política de ingresos, combinando derechos de exportación con compensaciones a los productores domésticos de materias primas alimenticias. En los Gráficos 1 y 2 se observa la apreciación experimentada entre mediados de 2007 y la segunda mitad de 2008 por el real brasileño, el sol peruano, el peso chileno, y el euro. Estas monedas llegaron a apreciarse un 15% en relación al valor de junio de 2007. El dólar canadiense también se apreció contra el dólar, pero en menor medida: llegó a ganar un 10% pero se estabilizó un 5% por debajo del valor de junio de 2007. El peso argentino, por el contrario, se mantuvo prácticamente estable durante toda esa etapa, mientras que el dólar norteamericano se depreció significativamente contra el euro.

Las alteraciones en las paridades cambiarias, sumadas a la inflación en dólares de los *commodities* alimenticios dieron por resultado

un marcado aumento de los precios medidos en dólares de los Alimentos y Bebidas en la mayor parte de los países analizados. En los gráficos 3 y 4 se presenta la evolución de la inflación internacional (anual) para el rubro alimentos

Gráfico 3
Inflación en dólares: Países Sudamericanos seleccionados



Fuente: Elaboración propia en base a datos de los bancos centrales de cada país y del FMI

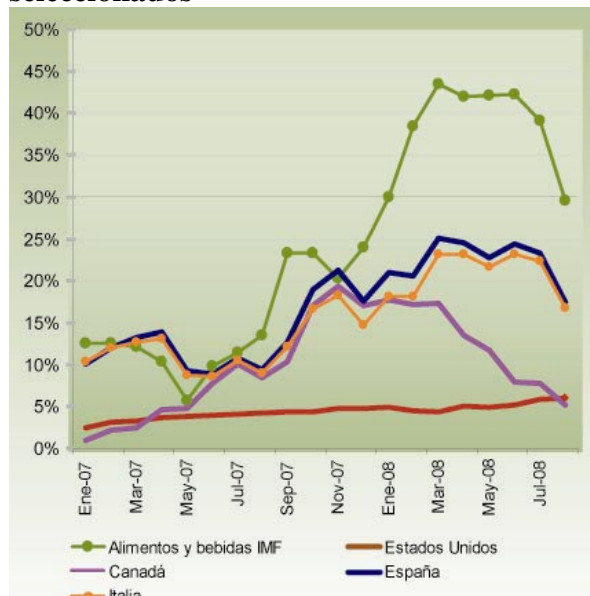
y bebidas elaborado por el FMI (que releva la evolución del precio del rubro Alimentos y Bebidas) y las tasas de inflación anual del rubro alimentos y bebidas del índice de precios al consumidor de cada uno de los países seleccionados, medido en dólares.

Se observa que en los países sudamericanos la inflación en dólares del rubro Alimentos y Bebidas de los precios al consumidor siguió aproximadamente el comportamiento de la inflación internacional. Sólo Perú y Argentina presentaron cierto desacople de la evolución de los precios internacionales en dólares. Dado que la inflación está medida en dólares, esta diferencia de tasas sólo puede explicarse por las políticas de ingresos implementadas, y en particular por las políticas de derechos de exportación.

En el grupo de los países desarrollados seleccionados se observa que la *agflation* se tradujo en mayores precios en dólares para los

alimentos, aunque la relación entre la inflación internacional y la inflación doméstica en dólares fue menor que en Sudamérica. La inflación en dólares del rubro Alimentos y Bebidas para los países desarrollados no llegó

Gráfico 4
Inflación en dólares: Países desarrollados seleccionados



Fuente: Elaboración propia en base a datos de los bancos centrales de cada país y del FMI

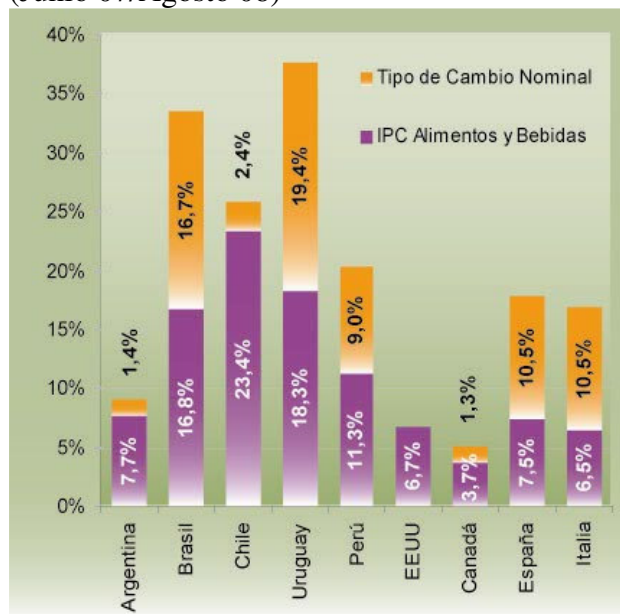
en ningún caso a superar el 25% anual, mientras que el índice del FMI para ese rubro llegó al 45% en marzo de 2008. En general, este comportamiento diferenciado entre países desarrollados y Sudamérica podría estar reflejando disparidades en las estructuras de mercado, en la composición de la canasta básica alimenticia, en la disposición de recursos para subsidiar los bienes básicos y en el grado de flexibilidad nominal de cada grupo.

El caso de Estados Unidos resulta particularmente relevante, porque refleja una de las ventajas de poseer la moneda de referencia del sistema monetario internacional. Su moneda fue la única que sufrió una depreciación considerable, pero al estar los *commodities* denominados en dólares, su inflación doméstica osciló apenas en torno al 5% anual, la más baja del universo bajo análisis.

La inflación en dólares del rubro Alimentos y Bebidas expresa que la inflación de

commodities afectó a todos los países, traduciéndose o bien en inflación doméstica, o bien en alteraciones en el tipo de cambio nominal. En el Gráfico 5 se descompone la inflación en dólares en estos dos determinantes: la inflación doméstica del rubro Alimentos y Bebidas de los precios al consumidor de cada país y la apreciación del tipo de cambio nominal.

Gráfico 5
Componentes de la Inflación en dólares de alimentos y bebidas
 (Junio 07/Agosto 08)



Fuente: en base a datos de los Bancos Centrales y los Institutos de Estadística de cada país y FMI.

Como se observa, la proporción en la que cada país “repartió” el *shock* externo entre inflación interna y apreciación cambiaria fue diferente. En Brasil, Uruguay y Perú la inflación en dólares del IPC Alimentos y bebidas fue el resultado de aumento en similar proporción de la inflación doméstica y de la apreciación del tipo de cambio nominal. En los casos de Chile, Canadá y Argentina, en cambio, fue mayor el componente de inflación doméstica, observándose alteraciones menores en el tipo de cambio nominal. España e Italia presentaron una mayor apreciación cambiaria, siendo menor

la incidencia del aumento de los precios internos sobre la inflación en dólares. Estas diferencias marcan las distintas prioridades y estrategias de política económica de cada uno de los países analizados.

3. Inflación de *Commodities* y Poder Adquisitivo del Salario

La inflación internacional de *commodities* indujo incrementos en la dinámica inflacionaria doméstica en todos los países analizados, en particular en el rubro de Alimentos y Bebidas. Como se ha mostrado en la sección previa, existieron diferencias significativas en cuanto a la forma de procesar el *shock* externo. Algunos países centraron su política anti-inflacionaria en la apreciación del tipo de cambio nominal, otros optaron por políticas de ingresos y el manejo de las alícuotas de retenciones, y en la mayoría de los casos se hicieron políticas que combinaron ambas herramientas. La inflación interna de Alimentos y Bebidas en cada país, en consecuencia, fue diferente de la inflación internacional registrada en ese rubro (por las alteraciones del tipo de cambio nominal), y además fue distinta de la inflación internacional expresada en moneda doméstica (como resultado de las políticas específicas).

Entre los diversos efectos que tuvo la inflación de alimentos y bebidas sobre las economías sudamericanas una de las más importantes fue, sin duda, su impacto sobre el poder de compra del salario. Para analizar el impacto de la *agflation* sobre el poder adquisitivo del salario se compuso una canasta de bienes transables de consumo, que incluye además el combustible, y se verificó la evolución de su costo a precios internacionales expresados en la moneda de cada país, y también a precios domésticos. La canasta se compone, en función de las estructuras de consumo de cada país, de pan, harina, fideos, arroz, maíz, carnes, aceite, margarina, azúcar y combustible²¹. Luego se

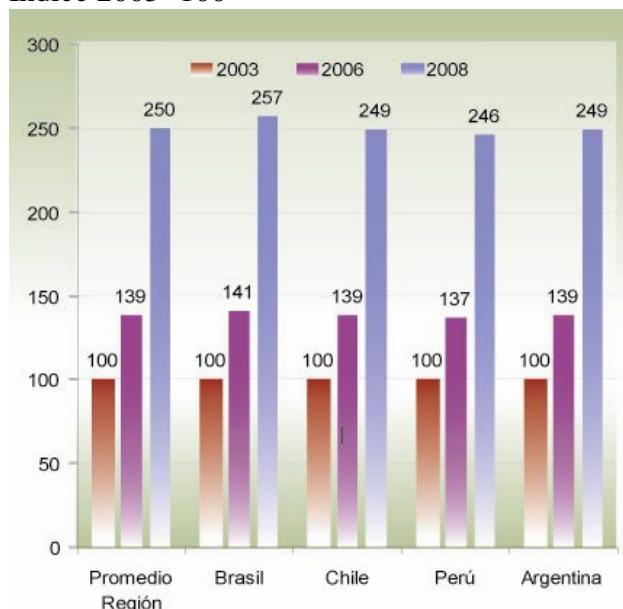
²¹ Por la estructura del consumo de los países seleccionados el maíz tiene una mayor incidencia en las canastas de Bolivia y Perú; mientras que en Chile, Perú y Argentina el rubro “carnes” se compone, además de por la carne bovina, por las carnes de pollo y pescado.

presentó la evolución de los salarios nominales mínimos y medios, y finalmente se evaluó la evolución del poder de compra del salario mínimo y medio en términos de la canasta seleccionada a precios.

3.a. La evolución del precio de la canasta de bienes

La evolución del precio internacional en dólares de la canasta de consumo seleccionada para cada país que se presenta en el Gráfico 6 da cuenta del incremento de los precios de dicha canasta que enfrentó cada país. Si no se hubieran registrado alteraciones en el tipo de cambio nominal en ninguna de las economías analizadas, y si tampoco se hubieran tomado medidas específicas para contener el aumento de dicha canasta, el valor en el mercado interno de cada país de la canasta de consumo debería haber aumentado de manera similar a la serie que se aquí se presenta.

Gráfico 6
Canasta de bienes a precios internacionales en dólares
Índice 2003=100



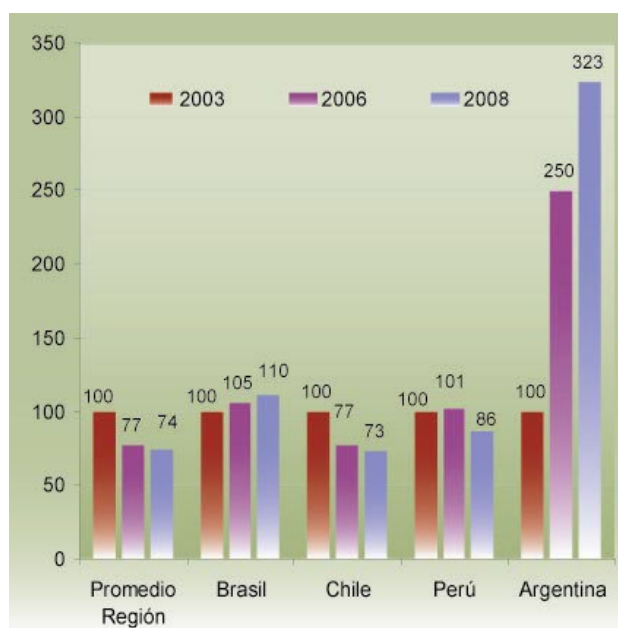
Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL e Institutos de estadísticas de los respectivos países

Se puede observar, en primer lugar, que el incremento de la valuación a precios internacionales de la canasta fue similar en

todos los países; lo que simplemente refleja la similar composición de la canasta. En segundo término queda de manifiesto que el mayor aumento en los precios tuvo lugar entre 2006 y 2008, intervalo en el que el valor promedio de la canasta para la región creció un 80%, mientras que entre 2003 y 2006 la suba había alcanzado el 39%.

En el Gráfico 7 se presenta la evolución del precio de la canasta a precios internacionales, pero valuada ahora en moneda doméstica. Este índice expresa la evolución que hubieran seguido los precios en caso de que sólo se hubiera apelado al tipo de cambio nominal como política anti-inflacionaria, dejando de lado cualquier otro instrumento.

Gráfico 7
Canasta de bienes a precios internacionales en moneda doméstica
Índice 2003=100



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL e Institutos de estadísticas de los respectivos países

Puede señalarse que en los casos de Brasil, Chile y Perú, donde se dejó apreciar el tipo de cambio nominal, el incremento de la canasta a precios internacionales expresado en moneda local fue menor que la inflación de la canasta en dólares. En Argentina, donde se privilegió la estabilidad del tipo de cambio nominal, el incremento del precio internacional de la canasta valuada en pesos (163% para todo el

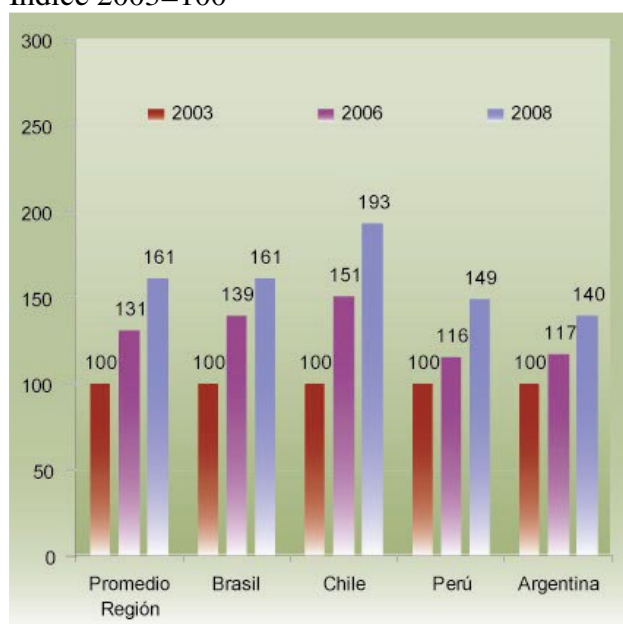
intervalo) fue mayor al de su evolución en dólares (149%).

En el Gráfico 8 se representa la evolución del precio de la canasta seleccionada observada en el mercado doméstico de cada país. Esto es, la inflación efectiva de la canasta de consumo. La evolución de este índice, y su diferencia con la serie presentada en el Gráfico 7, da cuenta de la

Gráfico 8

Canasta de bienes a precios nacionales en moneda doméstica

Índice 2003=100



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL e Institutos de estadísticas de los respectivos países

magnitud de las políticas específicas, sectoriales, tributarias o de ingresos destinadas a limitar la inflación de la canasta de consumo, así como también explicita cuáles son los factores específicos que afectan la evolución de componentes de menor grado de transabilidad de la canasta de consumo (provocada, por ejemplo por una mala cosecha de alguno de los alimentos básicos)

Se observa en el gráfico que en los casos de Argentina y Perú este índice aumentó menos que el presentado en el Gráfico 7, situación que da cuenta de una mayor centralidad de políticas específicas. En Brasil y Chile, donde el protagonismo estuvo concentrado en la política cambiaria (y donde se registraron además algunos inconvenientes por el lado de la oferta

de algunos componentes de la canasta), la inflación doméstica superó a la internacional expresada en moneda local.

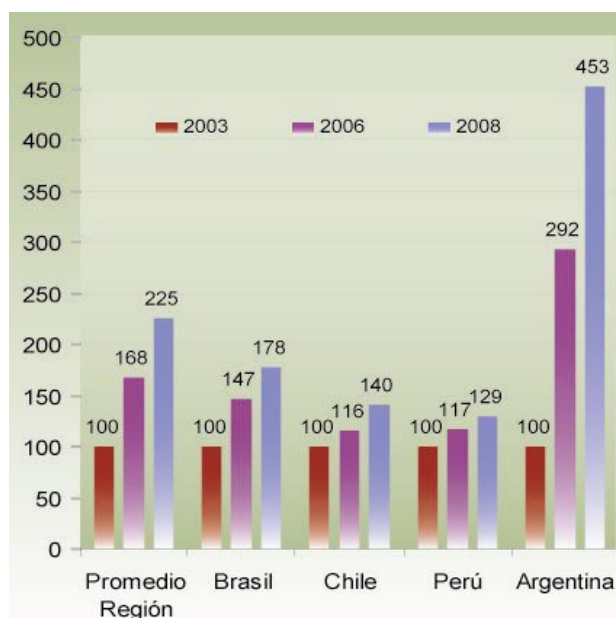
3.b. La evolución de los ingresos

Las estrategias de política orientadas a reducir el impacto del shock de precios internacionales sobre el valor interno de la canasta de consumo fue complementado en algunos casos por políticas de ingresos orientadas a incrementar los ingresos nominales de los asalariados, de manera tal de evitar pérdidas en el poder adquisitivo del salario. Para medir el poder de compra del salario en cada país se observó la evolución de dos indicadores: el salario mínimo y los salarios del sector privado registrado. Ambos indicadores exhibieron un significativo incremento en todos los casos. El salario mínimo oficial creció un 125% para el promedio de la muestra, siendo Argentina y Brasil los países que observaron las mayores subas durante el período analizado (Gráfico 9).

Gráfico 9

Salarios mínimos en moneda local

Índice 2003=100



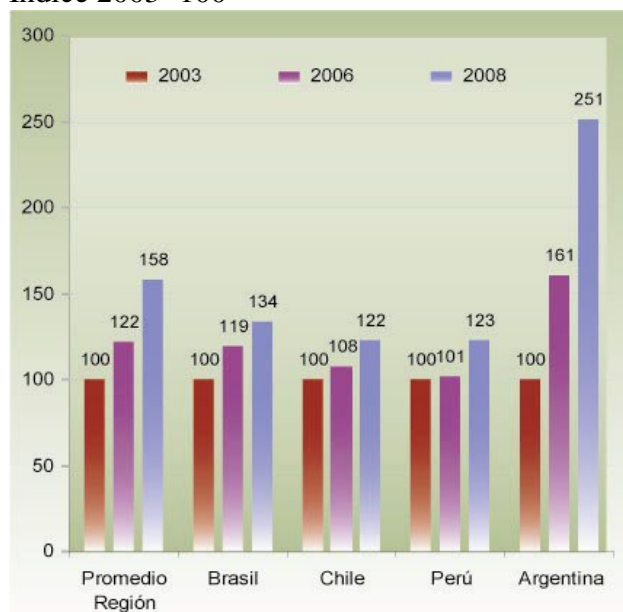
Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL e Institutos de estadísticas de los respectivos países

En ambos casos el incremento del salario mínimo fue parte de una activa política de ingresos orientada a mejorar los ingresos reales de los asalariados que se encuentran en la base

de la pirámide de ingresos, y de los asalariados en general.

En cuanto al salario medio del sector registrado, Argentina y Brasil también son los países que evidencian un mayor incremento en todo el intervalo, con aumentos del 353% y 78% respectivamente (Gráfico 10). En Argentina, en donde el dinamismo de la serie se destaca particularmente, fue decisiva la política de ingresos implementada por el Gobierno Nacional, consistente en aumentos salariales de suma fija y en el reestablecimiento de las Convenciones Colectivas de Trabajo. Un punto a tener en cuenta al observar la evolución de los salarios registrados y realizar comparaciones entre los países sudamericanos es la proporción del empleo explicado por los trabajadores formales, ya que en cada país la estructura ocupacional es diferente y por lo tanto sólo una fracción de los asalariados percibe dichos ingresos. En cambio en Perú abarca un 47,5.²².

Gráfico 10
Salarios medios en moneda local
Indice 2003=100



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL e Institutos de estadísticas de los respectivos países

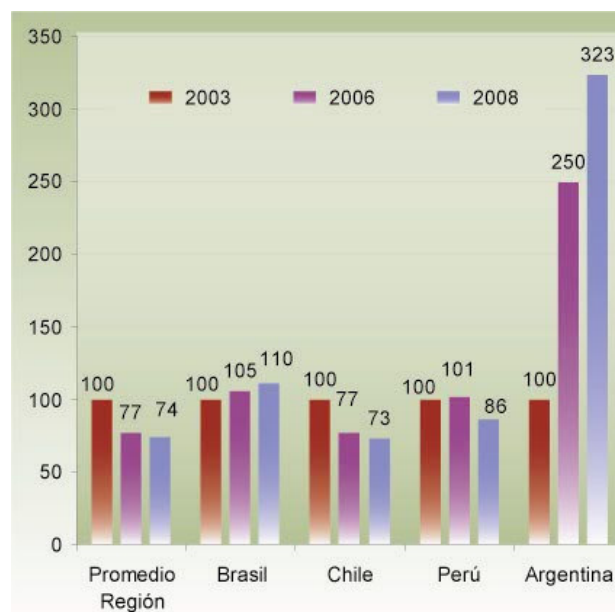
3.c Poder adquisitivo del salario

La evolución del costo de la canasta de consumo y del salario nominal mínimo y

²² Los resultados de Brasil, Chile, Perú y Argentina corresponden al año 2006 están publicados en el Panorama OIT 2007.

promedio permite evaluar la evolución del poder adquisitivo de los ingresos de los asalariados. En el Gráfico 11 se ilustran las alteraciones que sufrió el poder adquisitivo del salario mínimo. Se observa que Argentina y Brasil, países que registraron los mayores aumentos del salario mínimo, fueron los que

Gráfico 11
Poder adquisitivo del salario mínimo
(canasta a precios domésticos)
(Indice 2003=100)



Elaboración propia en base a datos de CEPAL e Institutos de estadísticas de los respectivos países

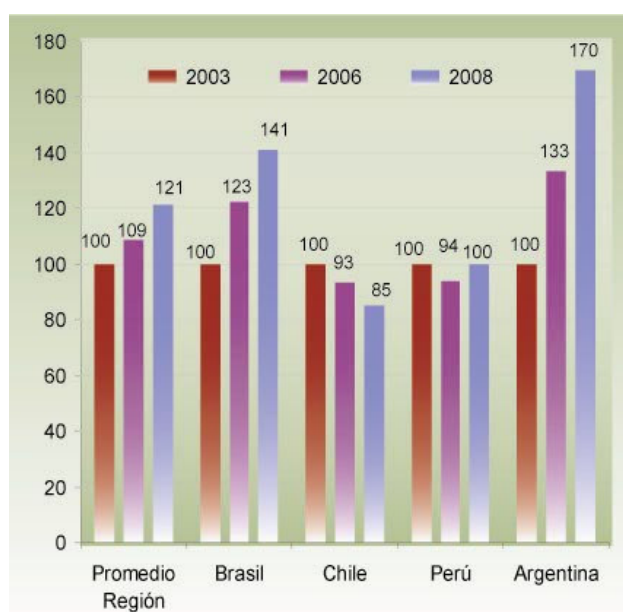
presentaron mayores incrementos en el poder adquisitivo. En el caso de Argentina se observa que la recuperación del poder de compra del salario mínimo luego del *shock* que significó la devaluación de 2002 fue muy veloz, con un incremento de 150% entre 2003 y 2006. Luego, a pesar de la mayor presión inflacionaria provocada por la inflación internacional, y como resultado de la continuidad de la política de ingresos, el poder adquisitivo de los salarios mínimos siguió creciendo un 29% más. En el caso de Brasil las mejoras en el poder de compra del salario fueron estables, con un 5% de alza en cada intervalo. En Perú el poder adquisitivo se mantuvo estable entre 2003 y 2006, pero con la aceleración de la inflación de alimentos retrocedió un -15% entre 2006 y 2008. En Chile el mayor retroceso se verificó antes de que la inflación internacional estallara, con una caída del poder de compra del salario

mínimo del -23% entre 2003 y 2006, y un retroceso adicional del -5% hasta 2008.

En el caso del poder adquisitivo en términos de la canasta de consumo seleccionada del salario promedio del sector formal se encuentran resultados similares. Argentina, con aumentos del 33% en la primera etapa y del 27% en la segunda; y luego Brasil, con ganancias del 23% en la primera etapa y del 15% en la segunda, fueron los países con mayor incremento del salario real deflactado por la canasta seleccionada (ver Gráfico 12).

Gráfico 12

Poder adquisitivo del salario medio del sector formal (canasta a precios domésticos)
(Índice 2003=100)



Elaboración propia en base a datos de CEPAL e Institutos de estadísticas de los respectivos países

En el caso argentino se destaca el hecho de que las ganancias de poder de compra del salario mínimo fueron superiores a las del salario promedio del sector formal, lo que implica cierta reducción en la disparidad de ingresos al interior de los trabajadores. básica de consumo.

De forma complementaria a las distintas políticas orientadas a contener la inflación de la canasta de básica de consumo, algunos países implementaron políticas de ingresos más generales destinadas a proteger el poder de compra de los asalariados, y en particular de aquellos que se encuentran en la base de la

pirámide de ingresos. La efectividad de estas políticas se observa con claridad para el caso argentino, en donde la política de ingresos tuvo

un protagonismo mayor, y el poder adquisitivo de los salarios mínimos y medios formales fue el de mayor expansión en todo el período analizado.

En la economía brasileña las mejoras en el poder de compra del salario medio formal en términos de la canasta seleccionada fueron mayores a las ganancias percibidas por quienes perciben el salario mínimo. En Perú el salario medio, no vio alterada su capacidad de compra y en Chile las pérdidas fueron menores a las sufridas por el salario mínimo para todo el período (un retroceso del poder adquisitivo del salario medio formal de -15% contra -27% en el caso del salario mínimo), pero mayores para la última etapa (-8% para el poder adquisitivo del salario medio formal contra -5% para el mínimo).

4. Conclusión

La inflación de *commodities* alimenticios, denominada *agflation*, indujo incrementos en los precios internos en dólares de los Alimentos y Bebidas en buena parte del globo. La evidencia empírica muestra que el impacto del *shock* de precios internacionales afectó a todos los países, aunque fue mayor en Sudamérica que en Europa, Estados Unidos y Canadá. Además, el impacto fue procesado de manera distinta según las estrategias de política económica y las prioridades de cada país. En algunos se privilegió la estabilidad del tipo de cambio nominal, resultando mayor en términos relativos el efecto sobre la evolución de los precios en dólares del rubro Alimentos y Bebidas; mientras que en otros casos se dejó apreciar en mayor medida el tipo de cambio nominal, y por lo tanto se observaron aumentos menos marcados en los precios en dólares (en comparación con la apreciación cambiaria). Finalmente, algunos países repartieron de manera equilibrada los aumentos de precios internos y la apreciación cambiaria. En algunos casos, algunos países implementaron políticas

específicas orientadas a limitar el alza de los precios de sus productos más sensibles, sobre todo cuando éstos conformaban una porción no menor de la canasta.



Sector Externo

Sector Externo

El comportamiento del sector externo en 2008 estuvo signado por las bruscas fluctuaciones que provocó el desarrollo de la crisis financiera internacional sobre los precios internacionales, el nivel de actividad internacional, los flujos de capitales y las paridades cambiarias. Hasta el tercer trimestre la evolución del sector externo fue favorable, con precios en una vertiginosa escalada que –quedaría claro *a posteriori*- se estaba constituyendo en burbuja. En el cuarto trimestre la burbuja estalló y se deprimió la actividad en el resto del mundo, se dispararon los tipos de cambio de muchos países que comercian con Argentina y los capitales internacionales *volaron a la calidad*. A pesar del *shock* negativo inducido por estos eventos, el balance de 2008 fue positivo, con un saldo en cuenta corriente muy superavitario y relativamente estable en términos del PIB, un tipo de cambio real multilateral también estable y avances significativos en el proceso de desendeudamiento externo.

Cuenta Corriente

En el cuarto trimestre de 2008 el superávit en Cuenta Corriente fue de US\$ 1.233 millones, retrayéndose US\$ 1.767 millones respecto al mismo período de 2007, fundamentalmente por que las exportaciones de Mercancías²³ cayeron en US\$ 1.425 millones y por el incremento en unos US\$ 300 millones del déficit en intereses netos.

A pesar del mal desempeño en el IV.08, el saldo acumulado para todo el año fue de US\$7.077 millones (2,2% del PIB), valor apenas US\$ 26 millones inferior al registrado en 2007. El comercio de bienes considerando todo el año, con la etapa de explosión del superávit hasta el tercer trimestre y la reversión del cuarto, presentó un saldo US\$ 2.209 millones superior al de 2007;

²³ Equivale al saldo comercial argentino con las importaciones computadas a valor FOB, y no CIF como suele hacerse en la información específica del ICA.

mientras que la cuenta rentas profundizó su déficit (pasando de US\$ 5,9 a 7,6 miles de millones), al igual que el balance de servicios reales, que casi duplicó su saldo negativo.

Como resultado de los efectos de la crisis sobre el comercio mundial las exportaciones en el cuarto trimestre cayeron un 8,6% anual, y un 21,7% trimestral desestacionalizado, ubicándose en los US\$ 15.197 millones. De todos modos, el total anual fue de US\$ 70.021 millones (21,4% del PIB), creciendo 25,5% por sobre las de 2007.

Las importaciones en IV.08 totalizaron US\$ 12.092 millones (FOB) mostrando una significativa desaceleración. Luego de crecer 40% anual en los primeros tres trimestres, en el último la variación fue virtualmente nula (0,6%). En todo 2008 sumaron 54.557 (subiendo a un ritmo del 28,3% anual), que representa 16,7% del PIB.

Analizando el comportamiento de las exportaciones por grandes rubros económicos en el cuarto trimestre se encuentra que los productos primarios, con un retroceso del 23,7% anual impulsado por una caída del 40% en las cantidades exportadas fueron la principal causa de la merma observada. En segundo lugar se ubica la retracción combustibles y energía (-21%), en este caso propulsada por el derrumbe de los precios (-32% anual). Las manufacturas de origen agropecuario también aportaron al deprimido desempeño exportador, con un valor un 10% inferior al de 2007, resultante de la caída del 19% en las cantidades. El único rubro que mantuvo el sendero expansivo fue el de las manufacturas industriales (+11%), gracias a que el impulso de los precios compensó la caída en las cantidades exportadas (-1%).

El resultado global de 2008 por grandes rubros indica que en todos los casos las exportaciones registraron mejoras en relación a 2007, pero sólo en el caso de las MOI el incremento fue producto no solo de la mejora en los precios,

sino también de un aumento en las cantidades exportadas. Los PP, las MOA y CyE crecieron en precios pero retrocedieron en cantidades para el total anual.

La desagregación de las importaciones por usos económicos muestra caídas en las compras de bienes de capital (-5% anual) y piezas y accesorios para los bienes de capital (-4% anual), y de combustibles y lubricantes (-12% anual). En los tres casos fue la caída en las cantidades la que impulsó la merma. Las importaciones de bienes de consumo y de bienes intermedios siguieron en terreno positivo, aunque se desaceleraron significativamente respecto de las tasa de crecimiento de los meses previos (+6% anual en ambos casos, contra +30% y +35% anual en el tercer trimestre). Para todo 2008 el aumento de las importaciones fue elevado y parejo en todos los usos, destacándose los CyL con un alza del 52% anual.

La cuenta de Servicios Reales registró en el cuarto trimestre un superávit de U\$S 99 millones, único registro positivo en el año, que redujo el déficit para todo 2008 a U\$S 950 millones (90% superior al de 2007). El resultado para el cuarto trimestre se explica por el mayor crecimiento de las exportaciones (+6%) en relación a las importaciones (+5,2%). Los ingresos se incrementaron como resultado de las mayores exportaciones de servicios empresariales, profesionales y técnicos (+22% y +U\$S 185 millones anual), seguidos de las ventas de servicios de informática e información (+35,7% y +U\$S 58 millones) y de servicios personales, culturales y recreativos (+45% y +U\$S 47 millones). Los rubros que venían contribuyendo en mayor medida a la expansión de las exportaciones de servicios reales, como el turismo y el transporte, registraron variaciones negativas como consecuencia de la crisis y la reducción del comercio de bienes. Por el lado de las erogaciones se destaca la desaceleración del gasto en transporte, viajes al exterior y regalías.

La ampliación del déficit en el balance de servicios reales para todo 2008 tuvo como causa

un mayor crecimiento de las importaciones (+20,6% anual), liderado por los gastos en transporte que crecieron un 28,4% anual. Las exportaciones crecieron más lento que las erogaciones (+16,8% anual), y fueron impulsadas por los servicios empresariales, el turismo, los servicios de informática y el transporte.

La Cuenta Rentas registró en el cuarto trimestre un saldo un 171% más negativo que el de igual período de 2007, resultante de un menor monto de intereses ganados, compensado parcialmente por un menor volumen de utilidades remitidas. El acumulado para 2008 arrojó un déficit de US\$7.551 millones, 28% superior al de 2007, y con un peso del 2,2% del PIB.

Cuenta Capital y Financiera

La Cuenta Capital y Financiera como consecuencia del incremento en la volatilidad en los mercados de capitales generada por la crisis mostró un resultado negativo por tercer trimestre consecutivo, aunque menor que los períodos previos. La salida neta fue de U\$S 1.469 millones, un 75,5% inferior a la del trimestre previo. Para todo 2008 el saldo en la cuenta capital y financiera alcanzó un déficit de U\$S 7.728 millones, magnitud que implica una reversión en los flujos de capitales de U\$S 13.065 millones en relación a 2007.

La mengua en la salida de capitales en el cuarto trimestre se explica casi exclusivamente por la caída en los flujos negativos correspondientes al sector privado no financiero, que fueron un 84% menores a los del tercer trimestre -U\$S 947 millones contra los U\$S 5.797 millones del período previo. En sentido contrario operaron los flujos de capitales del sector bancario, que redujeron su aporte de divisas a U\$S 890 millones, los flujos netos de IED, que arrojaron un superávit de U\$S 725 millones, 1.000 millones por debajo que lo observado en el tercer trimestre, y el balance del sector público no financiero, que amplió su déficit con un saldo de U\$S 447 millones, U\$S 184 millones superior al del período previo. El mayor déficit del sector

público fue motivado principalmente por el pago a no residentes de unidades ligadas al PIB por valor de U\$S 877 millones.

La Deuda Externa total asciende a U\$S 128.213 millones, valor que se sitúa U\$S 724 millones por debajo del tercer trimestre. La relación deuda externa total / PIB quedó así, al final del IV trimestre de 2008 en 39,6% del PIB²⁴, reduciéndose 3,6 puntos porcentuales respecto a diciembre de 2007.

Reservas Internacionales

El stock de reservas Internacionales del BCRA quedó en U\$S 46.386 millones a fines de diciembre, 769 millones por debajo del primer día hábil de octubre y 220 millones por sobre el último día hábil de 2007. La estabilidad de las reservas internacionales en un contexto de crecimiento dio como resultado una reducción de la relación Reservas/PIB, que pasó del 16% en el cuarto trimestre de 2007 al 14,3% en igual período de 2008. El coeficiente de cobertura en relación al stock de deuda externa también

desmejoró levemente en términos anuales, pasando del 37,1% al 36,2%.

Tipo de Cambio

El Tipo de Cambio Nominal \$/US\$ de referencia del BCRA se depreció en el transcurso del cuarto trimestre un 10,2% pasando de 3,134 en el primer día hábil de octubre a 3,453 en el último día hábil de diciembre. La cotización promedio del dólar en el cuarto trimestre de 2008 se depreció anualmente 5,9%.

El Tipo de Cambio Real Multilateral elaborado por la Dirección Nacional de Políticas Macroeconómicas mostró una apreciación del peso del 9,3% trimestral (12,2% anual) en el cuarto trimestre de 2008. Mientras que la paridad real contra el dólar se depreció 4,3% trimestral y se apreció 1,8% anual en relación al dólar; se apreció 5,6% trimestral y 9,7% anual contra el euro; se apreció 20,3% trimestral y 20,1% anual contra el real brasileño, y se depreció 7% trimestral y 9,9% anual contra el yuan.

²⁴ Se considera el PIB promedio de los últimos cuatro trimestres, en dólares.

PRINCIPALES INDICADORES DE SECTOR EXTERNO
1 NIVELES
En millones de USD

	2003-2006	2007	2008	I-08	II-08	III-08	IV-08
Cuenta corriente	6.099	7.384	7.078	1.717	781	3.346	1.233
Saldo comercial (fob - cif)	12.886	11.171	12.585	3.169	2.148	4.806	2.462
Exportaciones (fob) (ica)	37.670	55.779	70.007	16.017	17.472	21.320	15.198
PP	7.453	12.310	16.300	3.827	4.651	5.310	2.512
MOA	12.588	19.179	24.050	5.343	5.774	7.367	5.566
MOI	11.005	17.318	22.215	4.656	5.184	6.414	5.961
Combustible y energía	6.624	6.894	7.978	2.192	1.863	2.279	1.644
Importaciones (cif)	24.783	44.608	57.422	12.848	15.324	16.514	12.736
Bs de cap + partes y accesorios	9.986	18.434	22.598	5.468	5.732	6.182	5.216
Bs Intermedios + comb y lubricantes	10.483	18.231	24.555	4.992	7.013	7.534	5.016
Bs de Cons + vehículos + resto	4.289	8.046	10.269	2.386	2.577	2.802	2.504
Importaciones (fob)	23.583	42.525	54.557	12.205	14.582	15.678	12.092
Saldo Mercancías (fob - fob)	14.086	13.255	15.450	3.812	2.890	5.642	3.106
Saldo Servicios Reales	-1.004	-466	-951	-284	-369	-396	99
Rentas	-7.678	-5.941	-7.550	-1.898	-1.794	-1.898	-1.961
Intereses pagados	7.862	5.701	5.603	1.439	1.398	1.427	1.339
Utilidades y Dividendos pagados	3.932	6.728	7.418	2.031	1.809	1.869	1.709
Cuenta Capital y Financiera	-1.010	5.656	-7.728	667	-2.356	-4.846	-1.193
Saldo Cuenta Financiera	-1.123	5.540	-7.909	623	-2.369	-4.970	-1.193
Sector Públ No Fin y BCRA	-50	3.894	1.626	-743	999	941	428
Sector Privado + EyO	-840	1.704	-8.876	2.508	-4.415	-4.461	-2.508
Inversión Extranjera Directa en Argentina (IED)	4.145	6.473	9.753	3.483	2.265	2.353	1.652
Variación de reservas	5.322	13.098	9	3.526	-2.621	-49	-846
Deuda Externa Bruta (saldo a fin de período)	139.631	124.575	128.213	128.706	132.417	128.937	128.213
Deuda Pública + BCRA (saldo a fin de período)	87.073	70.814	64.792	71.363	70.515	67.035	64.792
Deuda Privada (saldo a fin de período)	52.557	53.761	63.421	57.343	61.902	61.901	63.421
Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (Base 2001=100)	2,21	2,35	2,37	2,46	2,50	2,37	2,15
TCBR con Brasil (\$/Real) (Base 2001=100)	2,24	2,84	2,93	3,08	3,17	3,05	2,43
TCBR con EEUU (\$/US\$) (Base 2001=100)	2,02	1,84	1,78	1,81	1,78	1,73	1,80
TCBR Eurozona (\$/Euro) (Base 2001=100)	2,71	2,67	2,70	2,81	2,86	2,63	2,49

2 COMO PORCENTAJE DEL PRODUCTO
En % del PIB

Cuenta corriente	3,75	2,83	2,17	2,93	2,18	2,84	2,17
Saldo comercial	8,17	4,29	3,85	4,48	3,71	4,43	3,85
Exportaciones (fob)	22,41	21,40	21,42	21,97	21,69	22,46	21,42
Importaciones (cif)	13,49	17,11	17,57	17,49	17,98	18,04	17,57
Importaciones (fob)	13,64	16,31	16,69	16,65	17,11	17,14	16,69
Saldo Mercancías	8,90	5,16	4,73	5,39	4,65	5,39	4,73
Inversión Extranjera Directa en Argentina (IED)	2,37	2,48	0,00	3,20	3,36	3,29	2,98
Cuenta capital y financiera	-0,6	2,17	-0,02	1,27	-1,05	-1,94	-2,39
Variación de reservas	3,20	5,02	0,00	1,25	-0,74	-0,01	-0,26
Deuda Externa Bruta	88,7	47,79	39,61	45,72	37,29	37,14	39,61
Deuda Pública + BCRA (saldo a fin de período)	61,5	27,16	20,02	25,35	19,86	19,31	20,02
Stock de reservas	13,6	16,56	14,33	17,92	13,38	13,57	14,33

3 VARIACIONES ANUALES
En %

Cuenta corriente	-4,94	-4,14	71,46	-67,70	336,13	-61,42
Exportaciones (fob)	20,27	25,08	43,73	27,85	48,60	-8,57
PP	42,70	32,41	81,13	31,64	57,52	-23,72
MOA	25,81	25,40	48,71	30,40	43,35	-7,53
MOI	16,81	28,28	27,14	29,57	45,11	13,87
Combustible y energía	-11,15	15,72	28,84	9,52	60,95	-20,81
Importaciones (cif)	26,79	20,58	40,20	50,50	31,12	0,54
Bs de cap + partes y accesorios	28,22	22,59	42,92	35,54	25,32	-4,22
Bs Intermedios + comb y lubricantes	33,58	34,69	37,46	69,11	34,58	3,34
Bs de Cons + vehículos + resto	31,34	27,63	28,53	29,94	22,66	5,43
Índice de cantidad de exportaciones	7,52	1,27	9,21	-3,98	12,14	-14,51
PP	17,86	-5,24	15,67	-9,44	3,70	-39,61
MOA	1,2	-9,2	1,11	-17,42	-2,36	-19,03
MOI	13,7	18,5	20,15	20,55	35,57	-1,22
Combustible y energía	-19,5	-10,9	-23,22	-30,75	2,20	15,55
Índice de cantidad de importaciones	21,6	16,0	29,27	27,67	15,34	-4,24
Bs de capital	24,4	21,5	47,59	31,67	19,34	-1,93
Bs Intermedios	12,2	4,0	8,18	10,15	0,75	-13,31
Combustibles y lubricantes	72,9	-3,0	-10,65	31,07	-15,81	-22,10
Piezas y acces bs de capital	21,4	22,8	31,75	40,30	31,15	-2,91
Bienes de Consumo	28,2	20,6	36,80	34,32	19,20	4,02
Índice de Términos del Intercambio	3,7	12,9	21,66	12,86	17,40	0,93
Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	2,8	1,1	9,30	8,58	-0,16	-12,25
TCBR con Brasil (\$/Real)	11,3	3,5	16,50	14,43	5,96	-20,15
TCBR con EEUU (\$/US\$)	-4,1	-2,9	-2,10	-2,20	-5,63	-1,82
TCBR Eurozona (\$/Euro)	0,1	0,9	6,82	7,95	-0,79	-9,72

FUENTE: INDEC, DNCI, BCRA



Dinero y Bancos



Dinero y Bancos

Agregados Monetarios y Tasas de Interés Pasivas

Durante el cuarto trimestre de 2008, los depósitos a plazo totales del sector privado no financiero en moneda local evidenciaron una caída de \$3.100 millones (5,0%). El tramo minorista mostró un descenso de \$2.468 millones (6,9%), mientras que el sector mayorista presentó una disminución de \$780 millones (2,7%).²⁵

Las principales tasas de interés pasivas experimentaron un alza significativa producto de la elevada incertidumbre inspirada por el resurgimiento de la crisis internacional. La tasa de interés Badlar mostró un incremento de 718 p.b., mientras que la tasa por plazo fijo minorista (menos de \$100.000) aumentó 577 p.b., resultando en una ampliación de 141 p.b. en el *spread* existente entre ambas tasas de interés.

El segmento de cuentas a la vista del sector privado en moneda local evidenció un aumento de \$1.678 millones (2,3%), explicado por un crecimiento de \$2.118 millones (6,3%) en los depósitos en caja de ahorro y por una leve caída de \$397 millones (1%) en los depósitos en cuenta corriente.

El trimestre finalizó con un nuevo cumplimiento del Programa Monetario. El agregado monetario M2 (promedio 30 días) se ubicó en \$173.200 millones, muy cerca del valor medio del rango establecido por el BCRA. Por otro lado, el agregado más amplio

M3 se ubica relativamente estable en un 25,9% del PIB.

Base Monetaria y Liquidez

La Base Monetaria experimentó en el cuarto trimestre del 2008 un aumento de \$8.110 millones. La circulación monetaria (billetes y monedas en poder del público y las entidades financieras) evidenció un incremento de \$10.701 millones, explicado en gran medida por un crecimiento estacional de \$8.177 millones en billetes y monedas en manos del sector privado no financiero. Por otro lado, las reservas bancarias (billetes y monedas en poder de las entidades y depósitos en cuenta corriente en el BCRA) se mostraron prácticamente sin modificaciones.

La intervención en el mercado de divisas implicó un efecto monetario contractivo de \$6.629 millones. Por otra parte, otras operaciones del sector público explican una reducción de la Base Monetaria de \$5.739 mill.

El BCRA reaccionó enérgicamente a las nuevas condiciones impulsadas por la crisis internacional, ampliando los canales para la inyección de liquidez en el mercado doméstico. En este sentido, la expansión de la Base Monetaria resultante de las operaciones del BCRA con Lebac y Nobacs alcanzó los \$13.745 millones. Las operaciones de pases pasivos para el BCRA resultaron en un efecto monetario expansivo de \$3.451 millones. En tanto, el rubro otros (que incluye diversos mecanismos de administración de liquidez por parte del BCRA) significó una inyección monetaria de \$3.283 millones.

Finalizado diciembre, el ratio de liquidez bancaria (efectivo en entidades financieras, saldos en cuenta corriente en el BCRA y pases pasivos, como porcentaje de los depósitos totales en pesos) se ubicó en un 28%, 5 p.p. por encima del nivel observado en igual período de 2007.

²⁵ En diciembre de 2008, se produjo el traspaso de los depósitos a plazo desde las AFJP hacia la ANSES, en el marco de la implementación del nuevo sistema SIPA, lo cual implicó un cambio de composición entre los depósitos del sector privado no financiero y los depósitos del sector público en alrededor de \$7.500 millones. En el presente apartado se consideran las variaciones de las colocaciones a plazo netas del mencionado traspaso.

Préstamos al Sector Privado y Tasas de Interés Activas

Los préstamos totales al sector privado no financiero (en pesos y dólares) continúan con una tendencia ascendente, evidenciando un crecimiento de \$3.674 millones (2,9%) y alcanzando un stock de \$129.327 millones al 31 de diciembre, equivalente a 12% del PIB.

Los préstamos totales en moneda doméstica se incrementaron \$2.608 millones (2,5%). Este crecimiento se encuentra explicado tanto por el desempeño del financiamiento al consumo, que muestra una expansión de \$2.526 millones (6,1%), como por la dinámica del crédito con garantía real (prendario e hipotecario), con un alza de \$1.426 millones (5,9%). Por otra parte, la línea comercial fue la única que evidenció una variación acumulada negativa, registrando una caída de \$1.343 millones (3,3%).

La tasa de interés promedio destinada hacia los préstamos comerciales se incrementó en 511 p.b., mientras que la tasa promedio aplicada al financiamiento del consumo aumentó en 162 p.b. Finalmente, el costo del crédito con garantía real experimentó una suba de 216 p.b.

La irregularidad de cartera privada se ubicó hacia diciembre de 2008 en un 3,1% del total de las financiaciones al sector privado no financiero, 0,1 p.p. por debajo del nivel observado en diciembre de 2007, acumulando 6 años de descenso sostenido. La tasa de interés interbancaria (*Call*)

evidencia un alza de 218 p.b. a lo largo del trimestre, presentando un elevado nivel de volatilidad en el monto operado.

Mercado de Cambios y Reservas Internacionales

La cuenta mercancías del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) continúa con un fuerte resultado superavitario, alcanzando U\$S 4.997 millones en el tercer trimestre de 2009. El resultado del MULC arrojó un saldo negativo de U\$S 2.319 millones, explicado prácticamente en su totalidad por el incremento en la Formación de Activos Externos del Sector Privado No Financiero observado durante el mes de octubre, que alcanzó los U\$S 4.355 millones, en un marco de elevada volatilidad en los mercados internacionales, mostrando una visible recuperación en el último bimestre del año.

Las reservas internacionales mostraron en el período una reducción de U\$S 735 millones. Las ventas netas de divisas alcanzaron los U\$S 2.063 millones, producto de la intervención del BCRA en el mercado de cambios impulsada por la política de administración cambiaria. Se destaca el incremento de U\$S 421 millones en las reservas fruto de los requerimientos de efectivo mínimo, en tanto las operaciones del sector público representaron una disminución de U\$S 364 millones en las mismas. Finalmente, el rubro otros (que incluye el efecto valuación por tipo de cambio) realizó un aporte de U\$S 1.182 millones.

PRINCIPALES INDICADORES DE DINERO Y BANCOS

	2003 - 2006	2007	2008	IV 07	I 08	II 08	III 08	IV 08
1 ACTIVOS Y PASIVOS DEL SISTEMA FINANCIERO								
En Millones de Pesos (1)								
Reservas Internacionales (en Dólares)	19.311	40.447	47.789	44.079	48.453	49.235	47.327	46.162
Base Monetaria	51.520	84.686	100.116	91.363	96.945	99.101	101.003	103.370
Circulación Monetaria	35.857	62.507	73.866	67.255	71.687	72.744	74.596	76.403
En Público	32.238	57.140	66.788	61.221	65.102	66.069	67.610	68.344
En Entidades	3.619	5.367	7.079	6.034	6.585	6.675	6.986	8.059
Cuenta Corriente en el BCRA	14.398	22.179	26.250	24.108	25.259	26.357	26.407	26.967
Lebac y Nobac	18.245	52.745	49.369	53.619	52.858	52.695	48.267	43.728
Stock de Pases con el BCRA - Activos	110	185	251	435	24	44	113	818
Stock de Pases con el BCRA - Pasivos	3.095	3.652	8.738	2.464	8.661	6.225	10.627	9.410
Préstamos al Sector Privado	43.221	88.359	118.993	101.203	109.318	116.855	121.679	127.990
En Moneda Nacional	37.401	74.539	100.659	85.257	92.267	99.238	103.300	107.724
Consumo	8.933	25.990	38.312	30.731	34.261	37.558	39.532	41.845
Comerciales	17.323	32.076	39.532	35.337	37.344	39.643	40.251	40.865
Hipotecarios	9.200	11.811	15.970	13.594	14.561	15.413	16.398	17.486
Prendarios	1.945	4.662	6.846	5.595	6.101	6.624	7.119	7.528
En Moneda Extranjera (en Dólares)	1.945	4.432	5.795	5.069	5.409	5.646	6.033	6.087
Depósitos del Sector Privado	86.355	136.948	161.600	146.567	157.175	160.009	164.116	165.037
En Moneda Nacional	78.435	119.097	138.425	125.890	135.589	137.950	141.556	138.569
Cuenta Corriente	18.381	31.506	37.603	34.601	36.679	38.135	37.575	38.018
Caja de Ahorro	16.908	28.307	33.130	31.054	33.730	32.905	33.349	32.541
Plazo Fijo	38.595	52.526	60.674	53.066	58.320	59.731	63.650	60.958
Otros	5.342	6.760	7.018	7.171	6.861	7.179	6.982	7.052
En Moneda Extranjera (en Dólares)	2.649	5.725	7.318	6.573	6.848	7.067	7.405	7.946
Agregados Monetarios Totales								
M1 (ByM + Cta Cte en Pesos)	61.750	103.236	121.479	107.132	115.159	118.389	123.655	128.609
M2 (M1 + Caja de Ahorro en Pesos)	81.963	134.733	158.011	141.213	151.972	154.509	160.480	164.980
M3 (ByM + Depósitos Totales en Pesos)	137.142	222.552	261.793	235.452	252.220	257.994	267.662	269.148
M3* (ByM + Depósitos Totales en Pesos y Dólares)	147.661	242.057	288.039	257.860	276.067	283.059	293.343	299.502
Agregados Monetarios Privados								
M1 (ByM + Cta Cte Priv en Pesos)	51.884	88.647	104.391	95.822	101.781	104.204	105.185	106.362
M2 (M1 + Caja de Ahorro Priv en Pesos)	68.792	116.953	137.521	126.875	135.510	137.109	138.534	138.903
M3 (ByM + Depósitos Privados en Pesos)	111.938	176.237	205.213	187.111	200.691	204.020	209.166	206.913
M3* (ByM + Depósitos Totales en Pesos y Dólares)	119.859	194.088	228.388	207.788	222.276	226.078	231.726	233.382
2 TASAS DE INTERÉS								
Nominal Anual								
Lebac 90 días	5,5	9,0	11,3	10,7	10,8	10,8	11,1	12,4
Pases Pasivos 1 día	2,4	7,2	8,9	8,0	8,0	8,4	8,8	10,5
Interbancaria - Call	4,2	8,7	10,1	9,4	7,8	9,3	9,0	14,1
Badlar	6,9	10,1	13,5	13,3	9,1	13,0	13,1	19,0
Plazo Fijo < \$100 mil	5,8	7,3	10,5	8,4	8,2	9,1	10,8	13,7
Prime	10,2	11,0	19,4	15,5	13,0	17,0	19,8	27,9
Tasas de Interés Activas								
Consumo	24,1	26,0	29,4	27,2	27,4	28,2	30,3	31,9
Comerciales	12,6	15,4	20,4	17,6	16,7	19,0	20,3	25,4
Hipotecarios	9,8	11,2	12,9	12,0	11,7	12,1	12,6	15,1
Prendarios	8,5	11,2	17,6	14,5	15,4	15,9	18,9	20,2
3 INDICADORES DE SOLIDEZ DEL SISTEMA FINANCIERO								
En Porcentaje								
Liquidez	25,3	22,3	25,5	22,2	25,0	24,0	26,0	27,2
Crédito al Sector Público	35,5	17,5	13,8	16,0	14,9	14,3	13,3	12,8
Irregularidad de Cartera Privada	16,1	3,8	3,1	3,3	3,3	3,2	3,0	2,9
Exposición Patrimonial al Sector Privado	1,0	-3,2	-2,8	-3,1	-2,7	-2,4	-2,8	-3,2
ROA	-0,2	1,8	1,8	1,4	2,2	1,7	1,6	1,6
Integración de Capital	15,2	17,3	16,8	17,0	16,9	16,8	16,8	16,9
Posición de Capital	152,0	99,8	85,3	96,3	81,3	82,0	87,3	90,3

(1) Excepto indicación contraria

Fuente: BCRA