



Informe de Inflación

Primer Trimestre de 2009



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Inflación

Primer Trimestre de 2009



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Inflación
Primer Trimestre 2009

ISSN 1668-0561
Edición electrónica

Fecha de publicación | Enero 2009

Publicación editada por la Subgerencia General de Economía y Finanzas

Banco Central de la República Argentina
Reconquista 266
(C1003ABF) Ciudad Autónoma de Buenos Aires
República Argentina
Tel. | (54 11) 4000-1207
Sitio Web | www.bcra.gov.ar

Contenidos, coordinación y diagramación | Gerencia de Análisis Macroeconómico
Sección de Política Monetaria | Gerencia de Análisis de Coyuntura Monetaria
Diseño editorial | Área de Imagen y Diseño, Gerencia Principal de Comunicaciones y Relaciones Institucionales

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente.
Para comentarios o consultas a la edición electrónica: analisismacro@bcra.gov.ar

Prefacio

La Carta Orgánica del Banco Central establece en su artículo tercero como “misión primaria y fundamental del Banco Central de la República Argentina preservar el valor de la moneda”. Preservar el poder adquisitivo de la moneda es entonces una misión permanente del Banco Central, y requiere fundar las condiciones para que la estabilidad de precios sea posible y duradera. En efecto, en el marco de una economía que aún se encuentra en un sendero de transición hacia el equilibrio de largo plazo, la estabilidad de precios no puede ser alcanzada sin estabilidad monetaria y financiera. Esos equilibrios resultan indispensables para alcanzar la estabilidad de precios de todos los bienes de la economía, objetivo hacia el que debe bregar el Banco Central.

*Para alcanzar esa meta, el Banco Central debe comprender de la manera más completa posible el estado de la economía y el proceso de formación de los precios, intentando así anticiparse a las tendencias inherentes de la inflación. Adicionalmente, debe comunicar el resultado de este análisis de la manera más clara y transparente. El **Informe de Inflación** apunta a la consecución de ambos objetivos.*

*El **Informe de Inflación** puede ser leído de tres formas diferentes dependiendo de la profundidad que desee otorgarle cada lector. Una comprensión acabada del pensamiento del BCRA acerca de la evolución futura de la economía y de los precios, así como de la agenda en materia de política monetaria se puede encontrar en la **Visión Institucional**. Una lectura de la misma junto con la Síntesis de cada una de las Secciones permite al lector capturar la esencia del Informe con un mayor grado de detalle. En forma complementaria, se sugiere la incorporación a esta hoja de ruta de los Apartados, en los cuales se abordan diferentes temas de interés particular en cada una de las ediciones del Informe. La lectura del documento completo brinda el desarrollo pormenorizado y fundamentado de cada uno de los temas tratados.*

*El cierre estadístico de este **Informe** fue el 13 de enero y la próxima publicación, correspondiente al segundo trimestre de 2009, será el 22 de abril a través de internet.*

Buenos Aires, 21 de enero de 2009

Contenido

Pág. 5 | I. Visión Institucional

Pág. 9 | II. Contexto Internacional

Pág. 15 | Apartado 1 / Normalización del sistema financiero como condición necesaria para superar la crisis

Pág. 22 | Apartado 2 / Las respuestas de política económica en América Latina

Pág. 24 | III. Actividad Económica

Pág. 33 | IV. Empleo y Salarios

Pág. 38 | V. Sector Externo

Pág. 44 | Apartado 3 / Impacto de la crisis internacional en el financiamiento del comercio

Pág. 45 | VI. Finanzas Públicas

Pág. 51 | Apartado 4 / Carta Orgánica del BCRA y Adelantos Transitorios al Gobierno Nacional

Pág. 53 | VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

Pág. 58 | Apartado 5 / Política Monetaria en trampa de la liquidez: ¿es efectiva?

Pág. 66 | VIII. Inflación

Pág. 73 | IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

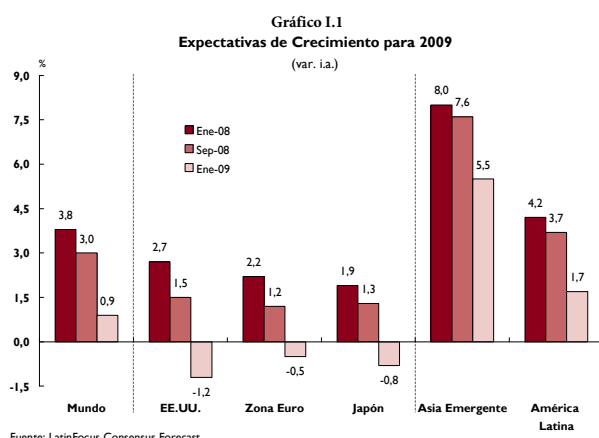
Pág. 77 | Resultados del REM. Diciembre de 2008

Pág. 78 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

I. Visión Institucional

Las condiciones económicas internacionales continuaron deteriorándose, confirmando además que las principales economías del mundo ya entraron en recesión. El Producto global en 2009 podría disminuir por primera vez en 56 años. Tampoco se descarta la primera reducción en el comercio internacional en 25 años. Además, y dado que los efectos de la crisis se están propagando notoriamente, ahora sobre el sector real, este escenario presenta elevados riesgos a la baja.

Por su parte, las economías emergentes, que en la primer fase de la crisis habían mostrado una marcada solidez, se vieron fuertemente afectadas durante los últimos meses por la importante desaceleración del crecimiento global, una significativa salida de capitales y la disminución en los precios de las materias primas. Las cotizaciones de los productos primarios acentuaron las caídas desde junio pasado por los efectos de la crisis económica mundial y el desapalancamiento de *commodities* financieros, reduciendo los riesgos inflacionarios a nivel global. Incluso, crece la probabilidad de deflación en las economías avanzadas durante este año.



Paralelamente, luego de la intensificación en septiembre de las disrupciones, los mercados financieros internacionales comenzaron a mostrar cierta estabilidad hacia finales de 2008. Sin embargo, a pesar de la intensidad de las iniciativas adoptadas por las autoridades económicas para reestablecer los mercados de crédito, la volatilidad sigue siendo históricamente elevada. En realidad, en la medida que la acción de política en los mercados no sea clara, exhaustiva, coordinada y efectivamente aplicada, el proceso de ajuste macroeconómico global será lento (ver Apartado 1). Acompañando la reducción de tasas de interés, se intensificaron las inyecciones de liquidez y se lanzaron paquetes de rescate a instituciones financieras y corporativas. Sin embargo, los canales tradicionales de transmisión de la política monetaria no han mostrado un funcionamiento correcto, debido a la alta demanda de liquidez ante la incertidumbre y el elevado riesgo de contraparte, planteando nuevos desafíos para la implementación y efectividad de la política monetaria (ver Apartado 5). Así, en los últimos meses las economías avanzadas intensificaron el uso de otros instrumentos de política económica, principalmente su política fiscal.

Los gobiernos de los países emergentes también respondieron enérgicamente, adoptando diversas medidas. En América latina las autoridades económicas se han dotado con mayor capacidad de respuesta que en anteriores períodos de crisis, gracias a la mejora de los fundamen-

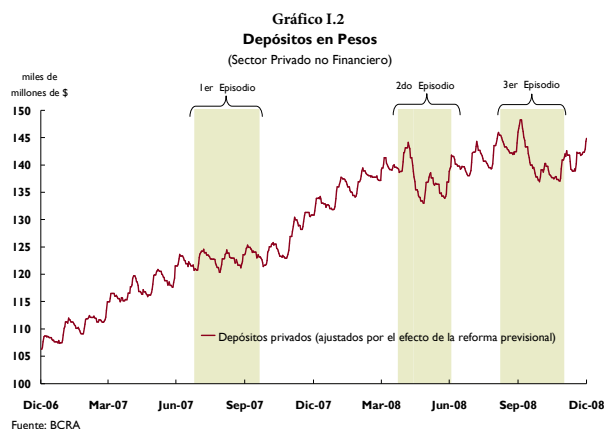
tos macroeconómicos y las políticas prudenciales y anticíclicas de los últimos años (ver Apartado 2).

La persistencia de condiciones adversas de origen externo continuó poniendo a prueba la eficacia de las herramientas diseñadas e instrumentadas por el BCRA durante los últimos años dentro del enfoque de administración de riesgos. La consistencia de la política monetaria permitió superar un nuevo episodio de elevada volatilidad en el cuarto trimestre del año, al igual que al comienzo de la crisis de hipotecas de alto riesgo (julio-octubre de 2007) y ante el brusco desajuste en la demanda de dinero de abril-junio de 2008, logrando que las variables monetarias y financieras se estabilizaran. Hacia el final de 2008, el Banco Central continuó implementando un enfoque secuencial para morigerar los efectos de *shocks* negativos. Primero, se desalentaron las expectativas de depreciación de la moneda y luego, se proveyó liquidez mediante diversos canales, generando por primera vez en décadas un respaldo como prestamista de última instancia a todo el sistema monetario y financiero.

Esto fue posible gracias a las condiciones generadas por la autoridad monetaria, que mantuvo un alto grado de cobertura de los pasivos del sistema consolidado. Las reservas internacionales continuaron en niveles históricamente elevados, tanto en términos absolutos como en relación a los recursos monetarios. En diciembre, las reservas cubrían el 67% del M3* (que incluye el circulante en poder del público y los depósitos del sector privado en pesos y en moneda extranjera), frente a una cobertura inferior a 40% antes de la crisis de 2001-2002.

Complementando su esquema de política, el BCRA siguió adoptando medidas orientadas a reducir la volatilidad en el mercado local, tales como: (i) el ajuste de los rendimientos por operaciones de pases activos; (ii) el establecimiento de un mecanismo de licitación de opciones de venta sobre las Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC); (iii) la reducción de los coeficientes de encajes en moneda extranjera; (iv) la unificación de la posición de efectivo mínimo de octubre y noviembre; (v) el establecimiento de una ventanilla de precalificación de garantías del régimen de asistencia financiera; (vi) el aumento de la proporción del efectivo en bancos admisible para el cómputo de la integración de los requisitos de encajes; y (vii) el incremento del límite máximo disponible para los pases activos a tasa fija.

De esta forma se restableció el equilibrio en el mercado monetario hacia fines de 2008. Los depósitos privados retomaron una trayectoria creciente tras el episodio de septiembre-octubre, en un contexto de abundante liquidez bancaria, con tasas de interés que se estabilizaron en



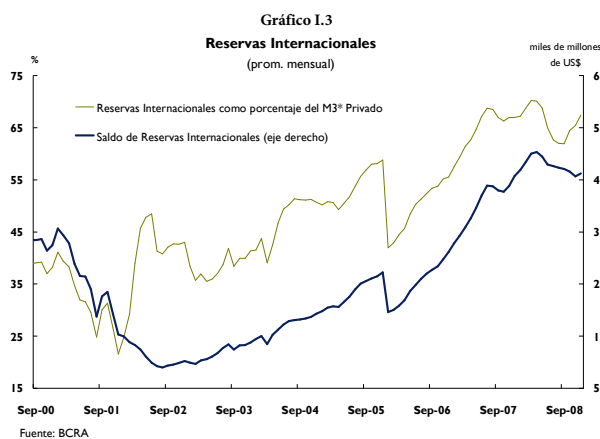
niveles sustancialmente inferiores a los máximos alcanzados durante los primeros días de noviembre. Así, en diciembre el agregado monetario M2 se ubicó cerca del centro del rango previsto en el Programa Monetario 2008 (PM 2008). El M2 privado resultó inferior al rango previsto debido a la reducción en la demanda de dinero a causa de los *shocks* de origen externo que afectaron a todo el arco emergente. Los préstamos en pesos al sector privado continuaron aumentando impulsados por los préstamos hipotecarios, los personales y las financiaciones con tarjeta de crédito. De esta manera, finalizaron el 2008 con un crecimiento anual de 22,3%.

En 2009 el Banco Central tiene como objetivo continuar brindando previsibilidad, para acotar la volatilidad de las principales variables monetarias y financieras. Así, además de mantener el esquema de metas y estimaciones previstas en 2008, agrega proyecciones trimestrales del M2 privado tanto para 2009 como para los escenarios a 12 meses vista que se publicarán oportunamente, al finalizar cada trimestre. Las metas del Programa Monetario 2009 (PM 2009) prevén un crecimiento del agregado M2 en el rango de 8,7%-17,8% interanual y para el M2 privado entre 9,8% y 18,9%.

Además, el Banco Central continuará con las políticas financieras anticíclicas, tanto a través de la administración de las Reservas Internacionales, como del desarrollo de un sistema sólido con descalses acotados, y del régimen cambiario de flotación administrada. Los beneficios de este régimen se potencian ante las turbulencias internacionales, con bruscos movimientos de capitales y volatilidad de precios de materias primas, que afectan los tipos de cambio de los principales socios comerciales del país e impactan en los términos de intercambio.

A pesar de los progresos realizados en los últimos años, la Argentina no estará exenta del impacto de la crisis mundial. En el tramo final de 2008 varios sectores de la economía real ya ajustaron su producción ante una acumulación de *stocks* superior a la deseada, en especial en las industrias fabricantes de bienes durables. Para 2009 se prevé una nueva expansión del PIB, aunque menor a la del actual ciclo de crecimiento. Así, después de avanzar en promedio a un ritmo de 8,3% en los últimos seis años y acumular una expansión superior a 60% desde la salida de la crisis, se apunta a un crecimiento en torno a 4%, en particular a partir de las medidas de estímulo impulsadas por el Poder Ejecutivo.

Asimismo, ante la contracción del comercio mundial y el deterioro de los precios internacionales, junto con una disminución de la cosecha agrícola, las exportaciones verificarían una caída en 2009. No obstante, las importa-

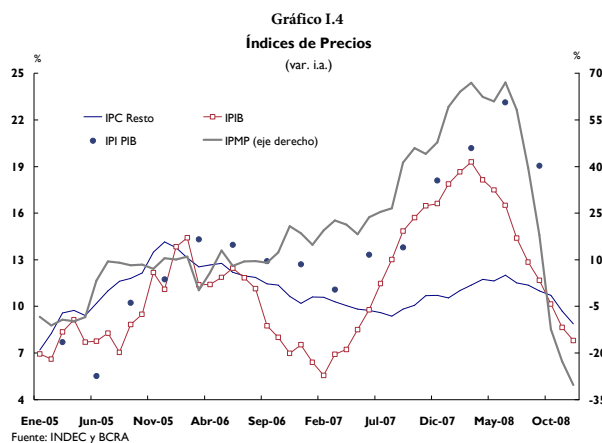


ciones también se contraerían, en parte por los menores precios de combustibles y bienes intermedios, lo que ayudaría a compensar el descenso de las ventas externas y acotar la disminución del saldo comercial (ver Apartado 3). De este modo, el balance de la Cuenta Corriente, si bien disminuiría, se mantendría en terreno positivo por octavo año consecutivo, hecho inédito en la historia económica reciente de nuestro país.

Por su parte, las finanzas públicas nacionales, que siguieron exhibiendo resultados superavitarios, comenzaron a mostrar una desaceleración en la recaudación hacia fines de 2008. Sin embargo, el gasto también se ajustó al nuevo ritmo de crecimiento de los recursos. Para 2009 se proyecta que se mantenga la relación ingresos/PIB respecto de 2008 y un aumento del gasto asociado a las recientes medidas fiscales anunciadas por el Gobierno Nacional. En tanto, el Sector Público cuenta con fuentes alternativas de financiamiento y diversas estrategias de manejo de pasivos que permitirían la cobertura de las necesidades financieras, aunque continúen las restricciones de acceso al mercado voluntario de crédito. En este sentido, la reciente modificación de la Carta Orgánica del BCRA que mantiene los límites permitidos de Adelantos Transitorios al Tesoro, siguiendo la operatoria utilizada desde septiembre de 2003, permitió una readecuación debido a la reducción de la exposición crediticia con Organismos Multilaterales de Crédito (ver Apartado 4).

Dado un crecimiento más moderado, junto con la reversión en las presiones externas a partir de la reducción en las cotizaciones de las materias primas, se observa una desaceleración de los precios internos que, con diferentes matices, se hace evidente en los distintos indicadores de precios disponibles. De todos modos, la inflación en Argentina es un fenómeno multicausal, y por lo tanto debe ser atacada por varios frentes a la vez en forma coordinada y simultánea. En efecto, una reducción sostenida de la inflación sigue vinculada a la evolución de la política fiscal, de ingresos (en particular la salarial) y de competencia, junto a la política monetaria ya ejecutada por el Banco Central.

En resumen, el esquema de administración de riesgos del Banco Central permitió superar con solvencia un escenario de baja probabilidad de ocurrencia, como el experimentado con los tres *shocks* que tuvo que hacer frente la economía argentina en poco más de doce meses. Se ha demostrado en los hechos, pericia, sobriedad y eficiencia en el manejo de crisis, asegurando dos bienes públicos esenciales ausentes en nuestros últimos 30 años de historia económica: la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera.



II. Contexto Internacional

II.1 Síntesis

Luego de varias décadas de crecimiento global sostenido el PIB mundial podría registrar en 2009 una tasa negativa por primera vez en al menos los últimos 56 años, en tanto se espera una desaceleración en la tasa de crecimiento del comercio internacional a niveles próximos a los de 2001, e incluso no se descarta una reducción. En un escenario optimista, se proyecta que las economías avanzadas continúen en recesión al menos durante el primer semestre del año y, dependiendo en gran parte de los efectos de las políticas económicas adoptadas, retornen recién al sendero de crecimiento hacia fines de 2009.

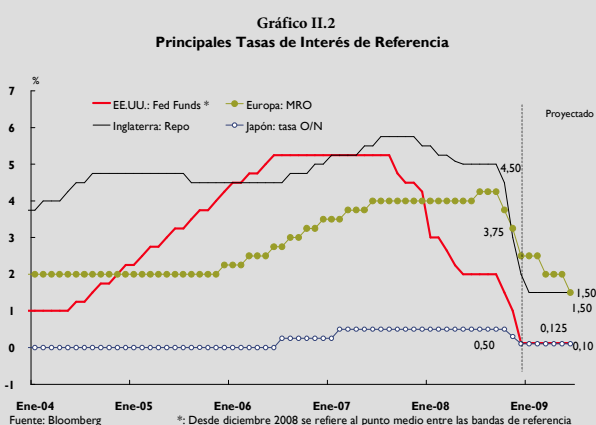
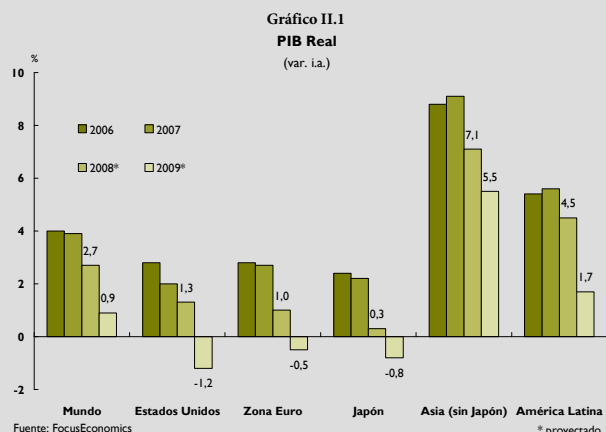
Las autoridades económicas continúan implementando medidas extraordinarias para aminorar el impacto de la crisis. Acompañando a la reducción de tasas de interés, se intensificaron las inyecciones de liquidez y se lanzaron nuevos programas de rescate y recapitalización a instituciones financieras. Sin embargo, algunos mecanismos tradicionales de transmisión de la política monetaria se encuentran interrumpidos debido a la alta demanda de liquidez en un contexto de incertidumbre. Así, en el corto plazo aumentará la importancia de otras políticas, en particular la fiscal, aunque existe al presente un fuerte debate en torno al nivel de estímulo que sería adecuado y la sustentabilidad de mediano plazo de las finanzas públicas.

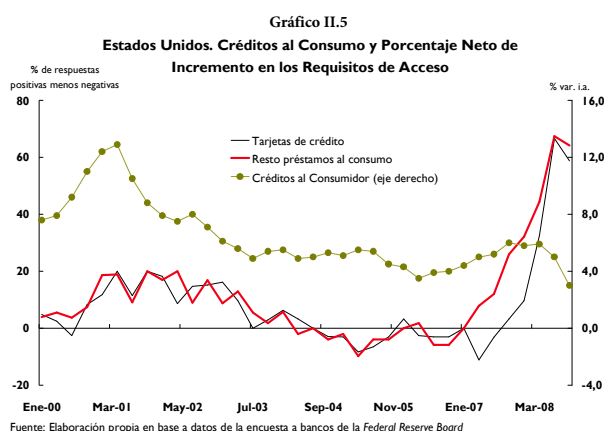
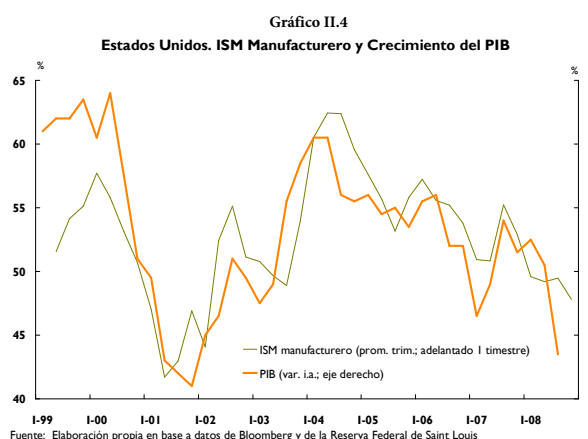
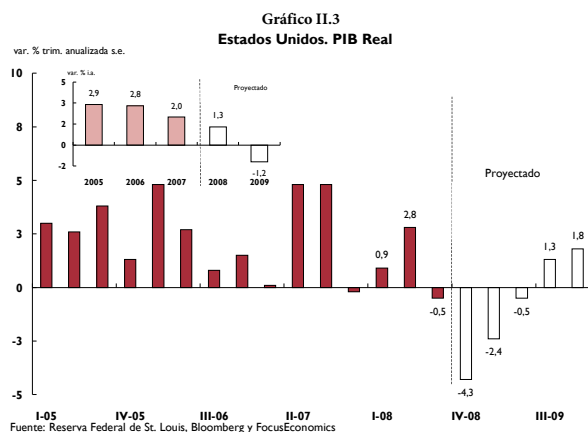
Los precios de las materias primas profundizaron las caídas registradas desde mediados de año por los efectos de la crisis económica mundial y las noticias bajistas de los propios fundamentos de cada mercado. En el corto plazo, la mayor ralentización de la economía mundial podría continuar presionando a la baja los precios de los productos primarios, en especial de los denominados hard commodities, aunque en el caso de los agrícolas factores estructurales (e incluso coyunturales) podrían brindar soporte a las cotizaciones, tal como ya se observó en diciembre de 2008 y enero de 2009.

El menor nivel de actividad y la fuerte baja de los precios de las materias primas redujeron considerablemente las presiones sobre los precios minoristas. En efecto, luego de evidenciar importantes subas durante el primer semestre del año, el riesgo de aceleración inflacionaria ha disminuido, e incluso se incrementaron en los países industrializados las probabilidades de deflación para 2009.

Las economías emergentes se vieron fuertemente afectadas durante el último trimestre a causa principalmente de la entrada en recesión de los países avanzados, la importante baja en las cotizaciones de las materias primas y la reversión de los flujos de capitales que dieron origen a importantes devaluaciones nominales frente al dólar a pesar de las intervenciones de los bancos centrales tendientes a aminorar las fluctuaciones. A diferencia del trimestre pasado, las previsiones de crecimiento para los países emergentes se ajustaron fuertemente a la baja, en un contexto de debilitamiento de los indicadores de actividad, aunque todavía mantendrían tasas positivas para la mayoría de los países.

Así, Argentina enfrenta un contexto internacional más complejo aún que el de los últimos trimestres debido al elevado nivel de incertidumbre que prevalece en los mercados financieros, más allá de la incipiente estabilización verificada hacia fines de 2008, la importante desaceleración del crecimiento mundial con riesgo cada vez mayor de alcanzar una recesión y menores precios de las materias primas.





II.2 Estados Unidos

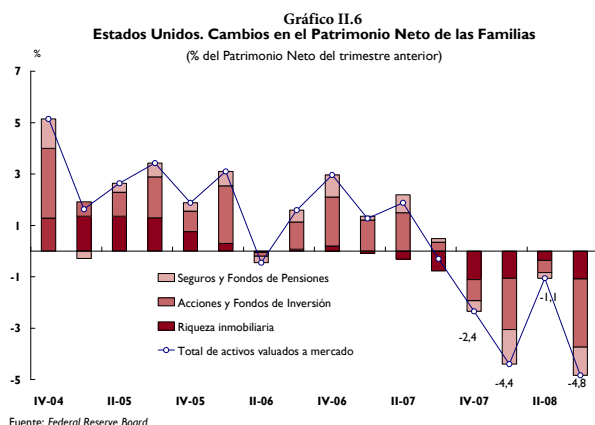
Luego de varias décadas de crecimiento global sostenido, las economías industrializadas del mundo ingresaron en recesión y el PIB mundial podría registrar en 2009 una tasa negativa por primera vez en al menos los últimos 56 años. Los indicadores de actividad económica alcanzan los peores valores de las últimas décadas, al tiempo que los riesgos de inflación disminuyeron; incluso no se descarta un proceso deflacionario en las economías avanzadas durante 2009. A pesar de la intensidad de las acciones de las autoridades económicas, persiste una elevada volatilidad en los mercados financieros. Así, en la medida en que la intervención no sea clara, íntegra, coordinada y efectivamente aplicada, el proceso de ajuste macroeconómico global será más paulatino (ver Apartado N° 1). Mientras tanto, las economías emergentes, que en un primer momento habían mostrado cierta resiliencia, se están viendo fuertemente afectadas debido, entre otros factores, a la recesión en los países avanzados, la baja en el precio de las materias primas y la salida de capitales.

Estados Unidos, de acuerdo con el *National Bureau of Economic Research* (NBER), ingresó en recesión en diciembre de 2007¹, al tiempo que durante el tercer trimestre del último año registró una disminución del PIB trimestral anualizado sin estacionalidad (s.e.) de 0,5%, debido principalmente a una marcada contracción en la contribución del consumo. Los indicadores líderes reflejan una fuerte caída en la tasa de crecimiento durante el último trimestre de 2008, y anticipan igual tendencia para los primeros meses del presente año.

De este modo, la economía norteamericana habría crecido en torno a 1,3% durante 2008, con un cuarto trimestre de contracción cercano al 4% s.e.. Para 2009 se proyecta una caída del PIB de alrededor del 2%, incluso por debajo de la última encuesta publicada por FocusEconomics a comienzos de 2009. Sin embargo, este escenario todavía presenta significativos riesgos a la baja, con altas probabilidades de evidenciarse una recesión en los Estados Unidos de una magnitud aún mayor (ver Gráficos II.3 y II.4).

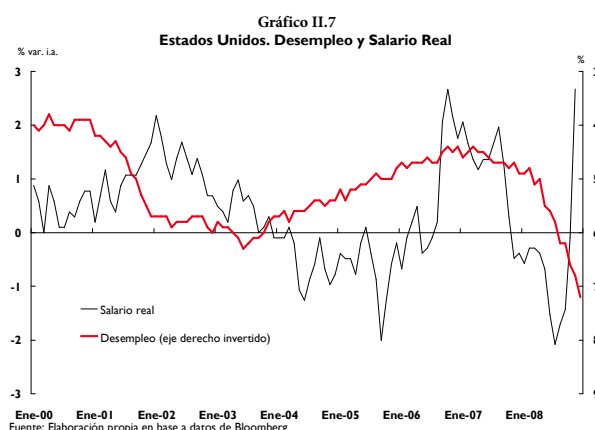
El Consumo Personal, por primera vez en 16 años, mostró una retracción en el tercer trimestre de 2008 de -3,2% trimestral anualizada s.e., y se espera que continúe debilitándose en los próximos meses ante la ausencia de acceso al crédito, la continua pérdida de riqueza y el deterioro del mercado laboral, entre otros factores. Las res-

¹ El organismo define recesión como “una disminución significativa de la actividad económica, que dura más de unos pocos meses y que normalmente se puede detectar con los siguientes indicadores: PIB real, ingreso real, empleo, producción industrial y ventas minoristas y mayoristas”.

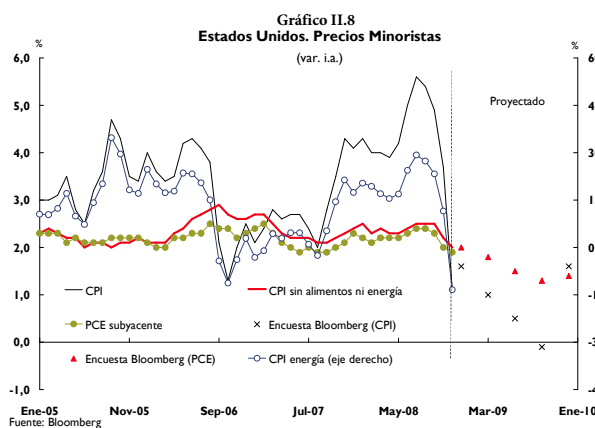


tricciones en los mercados de crédito siguen impactando negativamente en los créditos al consumo, cuya tasa de crecimiento interanual nominal fue de sólo 2,9% en noviembre, ubicándose en niveles de comienzos de la década pasada. Asimismo, durante el último cuarto del año, se intensificó la pérdida de riqueza de los consumidores proveniente de activos inmobiliarios, en un sector que sigue deteriorándose (ver Gráficos II.5 y II.6).

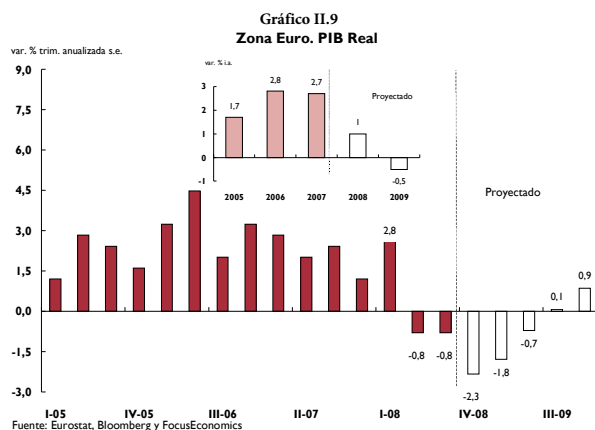
El mercado laboral continúa evidenciando un creciente debilitamiento, acumulando durante 2008 una destrucción de 2.500.000 puestos laborales, mientras que el desempleo siguió aumentando y en diciembre registró el mayor valor de los últimos 13 años (7,2%). A diferencia de los primeros trimestres de 2008, cuando el efecto de la debilidad del mercado laboral sobre los salarios reales se acentuaba por la inflación, en los últimos meses del año el salario real mostró una recuperación, que a noviembre implicó una suba de 2,7% i.a., debido a la contracción de los precios minoristas (ver Gráfico II.7).



La desaceleración en el ritmo de crecimiento de la actividad económica de los EE.UU. y la profundización en la caída de los precios de las materias primas registrada durante los últimos meses, redujeron las presiones inflacionarias. Así, el Índice de Precios al Consumidor (CPI) de EE.UU. registró durante el undécimo mes del año una variación negativa mensual de 1,7 puntos porcentuales (p.p.), implicando una tasa de crecimiento interanual (i.a.) de sólo 1%, cayendo desde el máximo de 5,6% alcanzado durante julio de 2008. La inflación subyacente se mantuvo relativamente contenida durante todo 2008 en torno a 2,0% i.a. de acuerdo con el CPI y el *Personal Consumption Expenditure* (PCE), situándose en el límite de la zona implícita de “comodidad” de la Reserva Federal de los EE.UU. (Fed). Para el presente año se espera que continúe la tendencia descendente de la inflación, e incluso no se descarta que la economía registre deflación (ver Gráfico II.8).

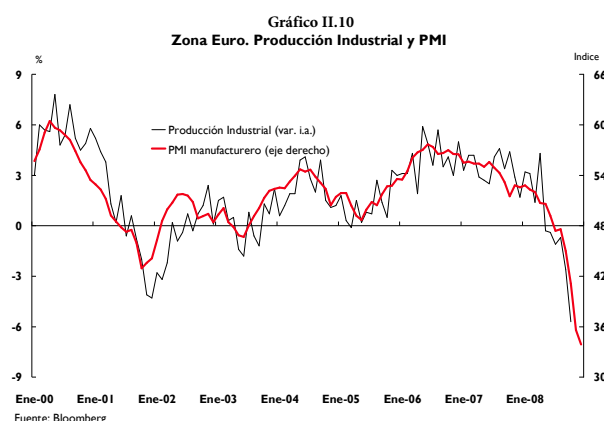


Ante el fuerte agravamiento de las condiciones financieras globales, las autoridades económicas de los países desarrollados siguieron adoptando numerosas medidas tendientes a reducir el impacto de la crisis sobre la economía real. La Fed continuó reduciendo la tasa de los *Fed Funds*, acumulando una baja de 125 puntos básicos (p.b.) durante el último trimestre, hasta llevarla a un rango objetivo de entre 0% y 0,25%, marcando así su mínimo valor histórico. Debido a que se alcanzó el límite nominal, la autoridad monetaria enfatizó que utilizará todas las herramientas a su alcance para reanudar el crecimiento y mantener la estabilidad de precios. En línea con este objetivo, durante el último trimestre, la Fed comenzó a realizar un mayor número de operaciones de



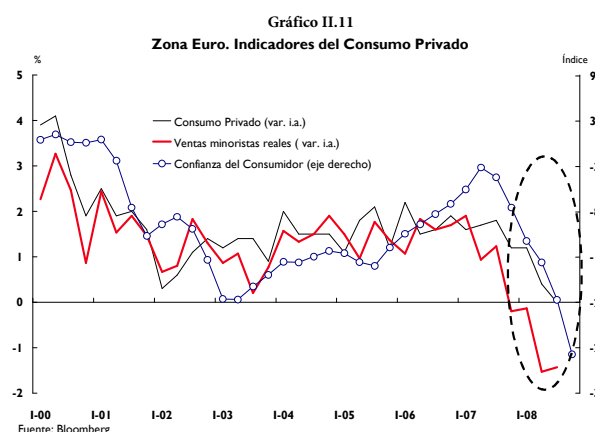
mercado abierto, incluso con activos más riesgosos que los utilizados habitualmente. Los diversos programas, entre los que se encuentran el *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF), la *Term Auction Facility* (TAF) y el régimen de recompra de deuda hipotecaria, tienen como objetivo inyectar liquidez y recapitalizar a las instituciones financieras en dificultades (ver Apartado N° 5).

Los elevados niveles de incertidumbre y aversión al riesgo interrumpieron los canales mediante los cuales los fondos volcados a los mercados llegan a los consumidores. Dada la aparente incapacidad actual de la política monetaria para impulsar el crédito, la autoridad monetaria ha iniciado un proceso de provisión directa de liquidez. Asimismo, la política fiscal cobró mayor relevancia para dar impulso a la actividad económica, aunque existe al presente un fuerte debate en relación al nivel de estímulo que sería adecuado, la situación de las cuentas fiscales y las consecuencias en el mediano plazo sobre la sustentabilidad de las finanzas públicas.



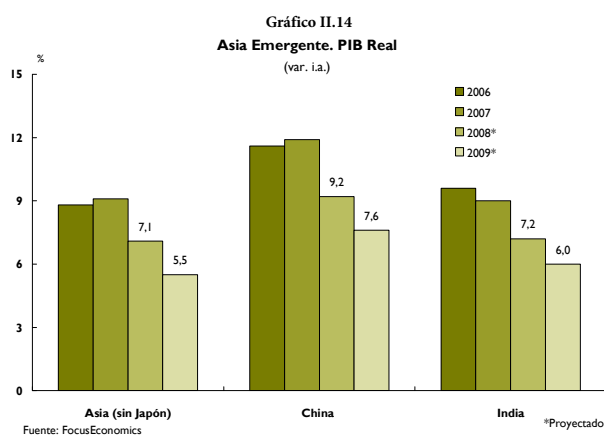
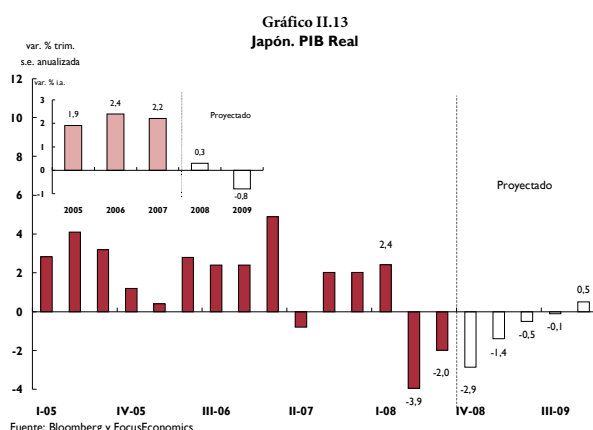
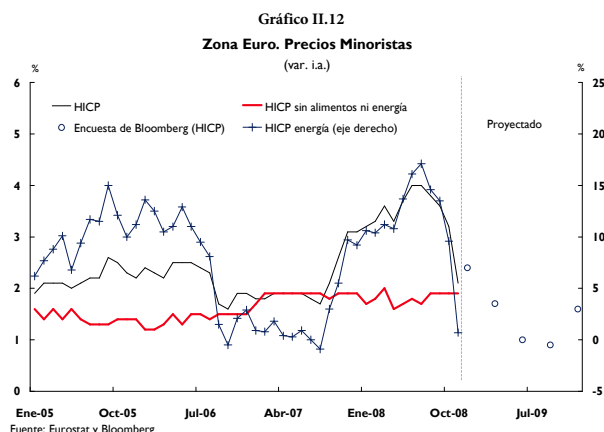
II.3 Zona Euro y Asia

El escenario económico también se presenta desfavorable para la zona Euro. La región ha entrado formalmente en recesión por primera vez desde su creación, y no se espera una recuperación de la actividad económica durante el primer semestre de 2009. En igual situación se encuentra Inglaterra, aunque sus datos dan cuenta de una recesión aún más pronunciada. De acuerdo a los indicadores adelantados, que se ubican en niveles históricamente desfavorables, este escenario aún presenta riesgos a la baja, pudiéndose iniciar la recuperación del crecimiento recién a fines de 2009, ayudados por las políticas extraordinarias impulsadas por los gobiernos del viejo continente.



El PIB real de la zona Euro durante el tercer trimestre evidenció una caída trimestral s.e. anualizada de 0,8%, y considerando los registros de los indicadores adelantados de los últimos meses, se espera una baja aún mayor para el cuarto trimestre (ver Gráfico II.9). En este sentido, las ventas minoristas reales y la producción industrial continúan presentando variaciones interanuales negativas desde comienzos de 2008. En tanto, el mercado de trabajo sigue deteriorándose, con una tasa de desempleo que alcanzó en noviembre 7,8%, luego de una continua suba durante todo 2008 (ver Gráfico II.10).

El deterioro de las condiciones económicas, la incertidumbre y la aversión al riesgo afectaron fuertemente a las expectativas de los agentes económicos durante los últimos meses. Los indicadores de confianza del consumidor, del clima de negocios y de sentimiento económi-



co, que alcanzan mínimos históricos, anticipan caídas en los niveles de consumo e inversión para los próximos meses (ver Gráfico II.11).

Al igual que en los EE.UU., las presiones inflacionarias en el viejo continente han disminuido en el transcurso del último trimestre, marcando en noviembre una variación de 2,1% i.a. luego de alcanzar en los meses previos valores que superaban el 4% i.a.. La inflación *core* se mantuvo durante el trimestre en torno a 1,9% i.a.. De este modo, se espera que la inflación continúe en torno a los niveles de meta del Banco Central Europeo (BCE; 2%; ver Gráfico II.12).

La importante desaceleración de la tasa de inflación dotó de mayor grado de acción al BCE que durante el último trimestre de 2008 redujo su tasa de referencia en dos oportunidades, en un total de 125 p.b., llevándola a 2,5%. Asimismo, la autoridad monetaria intensificó sus acciones coordinadas de inyección de liquidez a los mercados, al tiempo que varios países de la región de manera individual adoptaron diversas medidas de estímulo fiscal. Dadas las menores presiones inflacionarias previstas, no se descarta una nueva reducción en la tasa de referencia durante los primeros meses de 2009.

En el continente asiático las perspectivas macroeconómicas tampoco lucen favorables. En Japón, la economía ya se encuentra transitando un período recesivo y los principales indicadores adelantados de actividad registran los peores niveles en años. En este marco, no se prevé una recuperación de la actividad sino recién hacia fines de 2009 (ver Gráfico II.13).

Los precios al consumidor en Japón siguen desacelerándose, al evidenciar una variación de 1% i.a. en noviembre, luego del máximo alcanzado en julio pasado de 2,3% i.a.. Esta baja le permitió tener al Banco de Japón (BoJ) mayor flexibilidad para la aplicación de una política monetaria expansiva. En efecto, redujo en dos oportunidades su tasa de referencia durante el cuarto trimestre de 2008 hasta ubicarla en 0,1%, nivel próximo a la política de tasa cero aplicada durante el primer lustro de la década. Entre otras acciones se destacan la baja de los requisitos crediticios para bonos corporativos, la extensión de plazos de préstamos y la reducción de impuestos.

Los países de Asia emergente también se vieron fuertemente afectados por la crisis internacional. No obstante, se espera que continúen expandiéndose en 2009, aunque un ritmo menor que en los últimos años. Así, se prevé que el crecimiento promedio se ubique en torno a 5,5%. Las revisiones a la baja en las estimaciones del PIB para los países de la región se deben principalmente a la des-

Cuadro II.1
China. Principales Indicadores Macroeconómicos

Indicadores	2005	2006	2007	2008*	2009*
PIB real (var. % i.a.)	10,4	11,6	11,9	9,2	7,6
PIB per cápita (US\$)	1.685	2.032	2.486	3.062	3.459
Desempleo (%)	4,2	4,1	4,0	4,1	4,6
IPC (var. % prom. anual)	1,8	1,5	4,8	6,1	1,6
Resultado Fiscal (% del PIB)	-1,2	-0,7	0,7	-0,5	-2,0
Balanza Comercial (% del PIB)	4,6	6,6	8,0	6,6	5,3
Cuenta Corriente (% del PIB)	7,2	9,4	11,3	8,8	7,2
Reservas Internacionales (meses de importaciones)	14,9	16,2	19,2	20,2	21,5
Apreciación Nominal del Yuan (respecto US\$; %)	2,6	3,2	7,0	7,2	1,0
Deuda Externa (% del PIB)	12,6	12,1	11,1	9,9	9,1

* Proyectado

Fuente: FocusEconomics

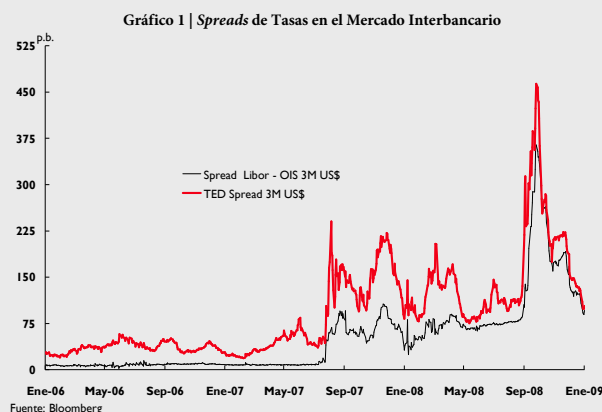
aceleración de la actividad económica mundial y su impacto sobre la demanda externa. En particular, China crecería en el 2009 7,6%, mientras que India lo haría 6%, presentando ambas estimaciones importantes riesgos a la baja (ver Gráfico II.14).

También se han reducido las presiones inflacionarias sobre las economías emergentes de Asia, al continuar disminuyendo el precio de las materias primas durante el último trimestre de 2008. En China, la variación i.a. promedio del IPC en el cuarto trimestre se redujo a 2,4%, luego de registrar un aumento promedio de 5,2% i.a. en el trimestre anterior (ver Cuadro II.1).

Dada la disminución de las presiones inflacionarias y la merma de la demanda externa, los países de la región están también implementando políticas que permitan incrementar el gasto interno, buscando mantener sus tasas de crecimiento. En este sentido, China adoptó medidas de estímulo fiscal orientadas a ampliar la inversión pública en infraestructura y el gasto en bienestar social. En materia de política monetaria, el Banco Popular de China (BPC) redujo las tasas de referencia y los requisitos de encaje en varias oportunidades.

Apartado 1 / Normalización del sistema financiero mundial como condición necesaria para superar la crisis

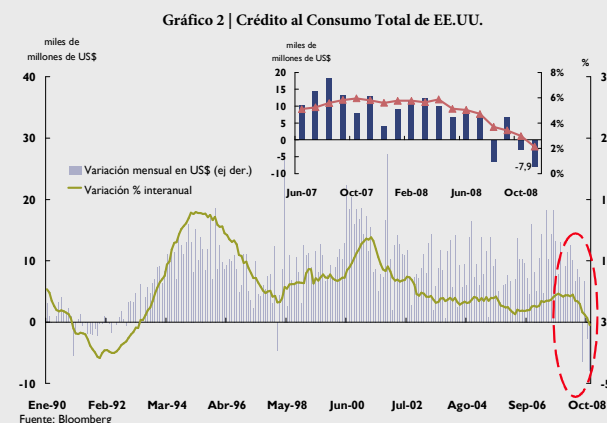
En los últimos meses los mercados financieros mostraron signos de incipiente estabilización, llevando a algunos analistas a conjeturar que lo peor de la crisis financiera ya pasó y que lo que resta es esperar la normalización de la actividad económica. Pero probablemente esa posición esté siendo prematura y luce demasiado optimista, dado que la normalización de la actividad económica requiere que el sistema financiero mundial depure buena parte de los problemas que se acumularon en los últimos años. Y ello necesariamente requerirá tiempo.



Es cierto que en los dos últimos meses hubo avances parciales, en comparación con la situación crítica de los mercados a principios del tercer trimestre de 2008, en buena parte gracias a la contundente reacción de la política económica en las principales economías. Un ejemplo relevante es el de los *spreads* de los mercados interbancarios. En este sentido, el margen entre las tasas *London Interbank Offered Rate* (LIBOR) de 3 meses, que es un *benchmark* para el financiamiento al sector privado, y el *Overnight Index Swap* (OIS) se contrajo más de 250 puntos básicos (p.b.) desde sus picos de octubre (ver Gráfico N° 1). A pesar de estos indicios de mejora, la desconfianza entre bancos sigue reinando en los mercados: la corrección no implica un incremento en los montos operados y los márgenes se mantienen en niveles claramente superiores (100 p.b.) a los observados antes de la crisis (menos de 10 p.b.). Un caso similar se da para el *TED spread* (diferencial entre la LIBOR en US\$ a 3 meses y un bono del Tesoro de EE.UU. de igual plazo), que se redujo más de 350 p.b. desde sus máximos, pero sigue siendo de casi cuatro veces el nivel observado en el primer trimestre de 2007.

A pesar de la mejora en ciertos indicadores en materia de tasas de interés, la disponibilidad de financiamiento sigue siendo acotada. Mientras que en los mercados financieros la situación está más restringida (con varios

segmentos del mercado que prácticamente dejaron de operar, al paralizarse las transacciones de mayor complejidad –que típicamente aparecen en períodos de bonanza–), la atención en EE.UU. se concentra en la situación del crédito bancario. En este sentido, la última encuesta de estándares crediticios de la Reserva Federal de EE.UU. (*Fed*)² evidencia que gran parte de las entidades financieras continúan ajustando las condiciones de otorgamiento de créditos³ en forma generalizada entre las diferentes categorías de préstamos⁴. Las razones de este ajuste apuntan a los pronósticos más inciertos para la economía, la menor tolerancia al riesgo y el agravamiento de los problemas específicos en el sector bancario en la mayor economía del mundo. A esto se adiciona, en menor medida, el deterioro de la posición de capital (actual o esperada) de los propios bancos encuestados. Otro factor destacable es el incremento en los préstamos otorgados debido a acuerdos previamente asumidos (líneas de crédito contingentes).



Los datos de crédito al consumo ajustados por estacionalidad publicados por la *Fed*, también muestran un panorama que dista de estar normalizado. Aunque las financiaciones siguen creciendo a tasas interanuales positivas, tanto en agosto como en octubre y noviembre de 2008 se observó una caída en el otorgamiento de créditos al consumo⁵ (ver Gráfico N° 2). No se observaban mermas de este tipo desde 1998 (crisis financiera de Asia). Ante el hecho de que el consumo ya está siendo afectado por esta situación, las autoridades de EE.UU. decidieron intervenir en el mercado de securitizaciones a través de la *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF).

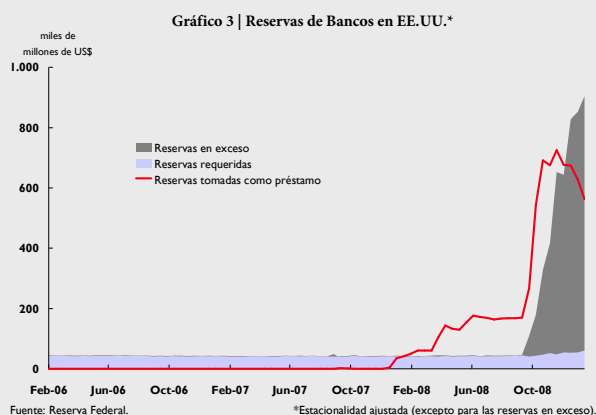
² Encuesta trimestral. El último dato es de octubre de 2008.

³ Precio, cantidad, plazo, *covenants*, garantías requeridas.

⁴ Por otra parte, según la encuesta la demanda de crédito de empresas y familia también está debilitándose.

⁵ En noviembre se dio la mayor caída de la serie (desde 1943). La merma se concentra en los *pools* de activos securitizados.

Ante la cautela que muestran las entidades financieras, persisten los temores a una situación generalizada de racionamiento crediticio (*credit crunch*). Se destaca, por ejemplo, que con las inyecciones de liquidez que viene implementando la *Fed*, las entidades financieras están aumentando en forma considerable sus reservas (ver Gráfico N° 3). En efecto, las reservas por encima de las requeridas, que a mediados del año pasado eran menos del 5% de las reservas totales, pasaron a representar más del 90%.



Otro factor importante para entender que la recuperación llevará tiempo tiene que ver con uno de los problemas de base en esta crisis: la situación de las hipotecas. Por un lado, el mercado de viviendas sigue sin encontrar un piso, con precios que continúan descendiendo y stocks de unidades ofrecidas en niveles históricamente altos. Por otro lado, no se completó el proceso de reestructuración de las deudas hipotecarias y de los activos vinculados (lo que alimenta las probabilidades de que se materialicen nuevos defaults y que, en función de las ejecuciones, el mercado de viviendas siga sin estabilizarse). Sólo una vez que se avance en la reestructuración (un proceso complejo, que difícilmente se de en forma rápida) quedará realmente en claro cuáles son los costos asociados y cual es su distribución entre los diferentes grupos de agentes e instituciones económicas.

Además, el impacto de la crisis financiera sobre el nivel de actividad genera efectos de segunda ronda (negativos) sobre las entidades financieras. Dado que se mantienen considerables riesgos a la baja en materia de crecimiento económico, la intensidad de estos efectos es todavía incierta. En un contexto de nivel de actividad deprimido es esperable que la capacidad de pago de las firmas y las familias se vea afectada, y vía el deterioro de calidad de la cartera se ejerza una mayor presión sobre el balance de los bancos. Ese factor contribuye al debilitamiento de la oferta crediticia que, a su vez, retroalimenta los problemas de capacidad de pago de las firmas y familias.

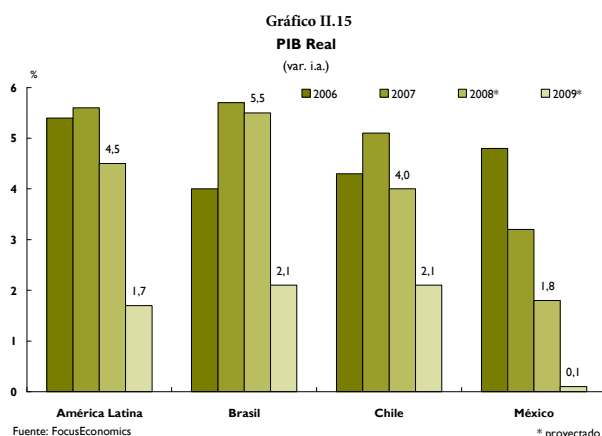
A esto se suma que existe un proceso de des-apalancamiento aún en marcha entre los distintos subgrupos de agentes financieros y no financieros, luego de un ciclo de fuerte y generalizado incremento en las posiciones de riesgo asumidas. El desarme de las posiciones (en mu-

chos casos vinculadas a activos poco líquidos) implica una presión sobre los precios que agrega incertidumbre sobre las pérdidas finales de los distintos grupos de agentes. Para que el proceso de des-apalancamiento se de en forma ordenada (evitando un espiral de ventas forzadas), debe ser progresivo.

En síntesis, hay diversos factores que impactan negativamente, en mayor o menor medida, sobre la situación de los mercados financieros. Persiste entonces un contexto de elevada aversión al riesgo, desconfianza generalizada y predominio de estrategias marcadamente cautelosas. Los niveles críticos de incertidumbre irán quedando atrás a medida que mejoren las diferentes dimensiones en juego, y en tanto el componente sorpresivo de los balances que vayan presentando los bancos sea cada vez menor (disminuyendo el riesgo de que se materialicen nuevos pasivos contingentes o sean necesarias inyecciones adicionales de capital). Pero esto implica un proceso gradual que combinará períodos de relativa calma y mejoras en los precios con súbitos rebotes de tensión en los mercados. Se espera entonces que la volatilidad siga siendo inusualmente alta⁶ por lo menos durante este año y, probablemente, parte de 2010.

Es de esperar entonces que la normalización del sistema financiero mundial sea lenta y paulatina, involucrando en el mediano plazo un replanteo de los modelos de regulación, supervisión y de negocios. En muchos casos serán necesarias mayores capitalizaciones, fusiones e intervenciones gubernamentales. En este contexto, y dada la importancia que tiene el sistema financiero para la asignación de recursos y el normal desarrollo de la actividad económica, particularmente en los países industrializados, retomar la senda de crecimiento mundial también llevará tiempo.

⁶ El VIX (volatilidad esperada del S&P 500), una clásica *proxy* del riesgo percibido, llegó a máximos de 80% en octubre. Después se redujo a la mitad, aunque se mantiene en un nivel que es cuatro veces el promedio de la primera mitad de 2007.



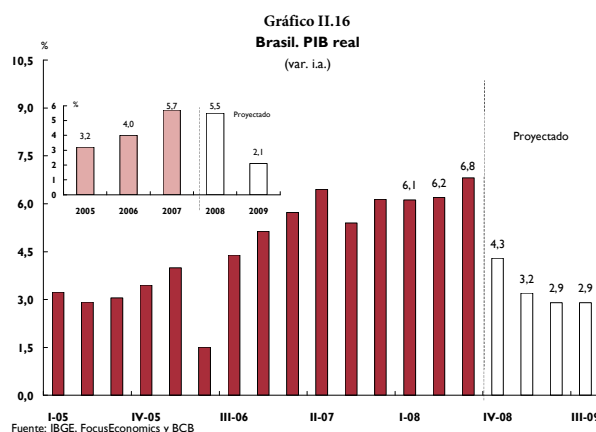
Cuadro II.2
América Latina*. Principales Indicadores Macroeconómicos

Indicadores	2005	2006	2007	2008**	2009**
PIB real (var. % i.a.)	4,6	5,4	5,6	4,5	1,7
PIB per cápita (US\$)	5.019	5.798	6.742	7.459	6.787
Desempleo (%)	6,7	6,9	6,3	6,9	7,5
IPC (var. % prom. anual)	5,7	4,9	6,2	8,6	8,2
Resultado Fiscal (% del PIB)	-0,9	-0,5	0,0	-0,4	-1,9
Cuenta Corriente (% del PIB)	1,4	1,5	0,4	-0,5	-2,0
Reservas Internacionales (meses de importaciones)	6,2	6,3	7,6	7,1	6,7
Deuda Externa (% del PIB)	25,1	21,0	19,8	18,7	20,4

* Incluye Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela

** Proyectado

Fuente: FocusEconomics



II.4 América Latina

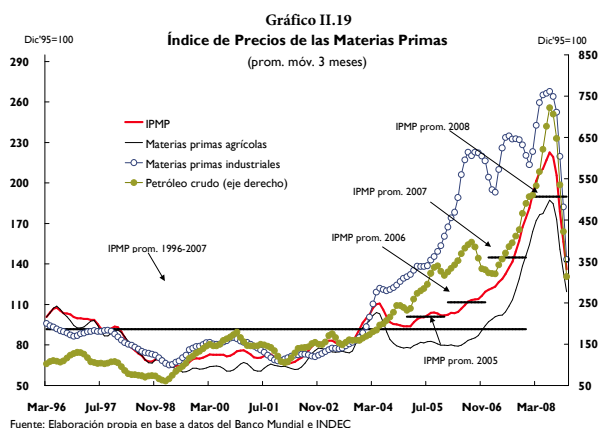
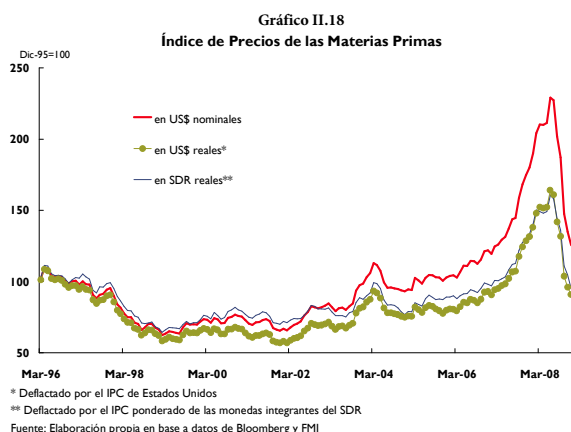
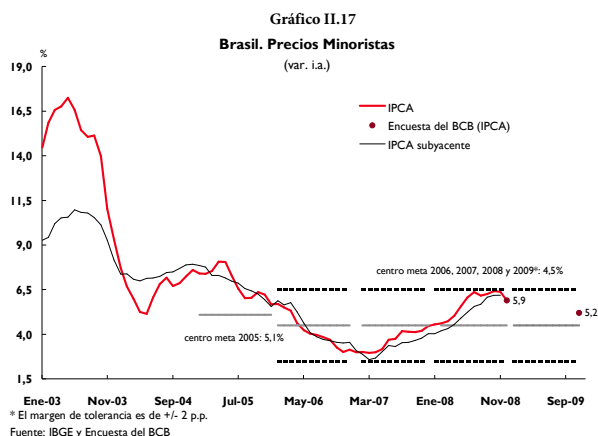
Con la intensificación de la crisis internacional del último trimestre, las proyecciones de crecimiento de América Latina para 2009 han sido corregidas a la baja en mayor magnitud que las revisiones previas, dando cuenta que el impacto sería superior al previsto meses atrás. Así, se espera que la región se expanda a una tasa del 1,7%, menos de la mitad del crecimiento promedio de los últimos cinco años (ver Gráfico II.15).

La fuerte desaceleración económica mundial y la caída de los precios de las materias primas continuará afectando a la región, principalmente a aquellos países exportadores netos de productos primarios, lo que llevaría a muchas de estas economías a presentar saldos deficitarios tanto en el frente fiscal como en el externo (ver Cuadro II.2).

Además, los flujos de capitales hacia la región se revirtieron, en busca de activos menos riesgosos, generando presiones sobre las distintas monedas latinoamericanas, que en términos generales se depreciaron. Asimismo, la reversión de los flujos de capitales de corto plazo y el incremento de la incertidumbre se reflejaron en un importante aumento de las tasas de interés domésticas, afectando el financiamiento del consumo y de la inversión de diversos sectores.

En particular, Brasil fue uno de los países de la región que se vio más afectado por la salida de capitales, acumulando un total de egresos netos de inversión en portafolio de US\$13.501 millones desde septiembre, el equivalente al ingreso promedio anual de la última década por este concepto. A pesar de la importante intervención del Banco Central de Brasil (BCB), las presiones del mercado cambiario originaron que el real perdiera 36% del valor frente al dólar durante el cuarto trimestre, ubicándose en 2,3R\$/US\$ a fines de 2008. El empeoramiento de las condiciones financieras afectó las expectativas de los agentes económicos, reflejándose en una importante revisión en las proyecciones de crecimiento previstas para 2009 de 3,5% el trimestre pasado a 2,1% en los primeros días de enero (ver Gráfico II.16).

Asimismo, la caída del precio de las materias primas y la desaceleración económica redujeron las presiones inflacionarias en Brasil, ubicando la inflación en diciembre en 5,9% i.a., luego de registrar un pico de 6,4% i.a. en el mes de octubre. Así, la variación de los precios durante 2008 se ubicó dentro del rango de la meta del BCB (4,5% \pm 2%, ver Gráfico II.17).



La política macroeconómica prudencial y anticíclica aplicada en los últimos años por la generalidad de las economías de la región ha permitido a los gobiernos responder de manera rápida al contexto internacional más desfavorable aplicando diversas medidas económicas tendientes a aminorar el impacto de la crisis internacional sobre las economías domésticas (ver Apartado N° 2).

Asimismo, la baja de los precios de las materias primas y la ralentización económica redujeron las presiones inflacionarias en la mayoría de las economías emergentes, permitiendo a los bancos centrales una mayor flexibilidad en términos de política monetaria.

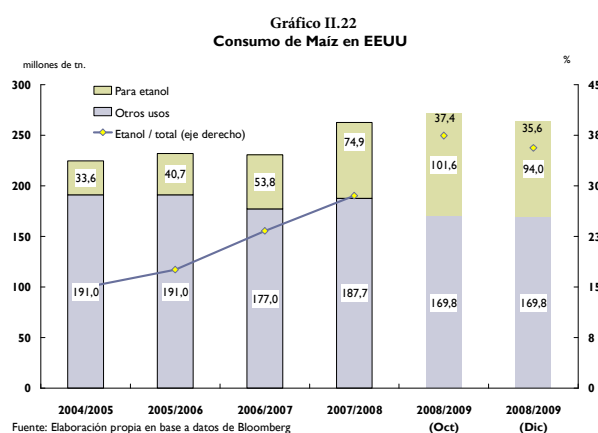
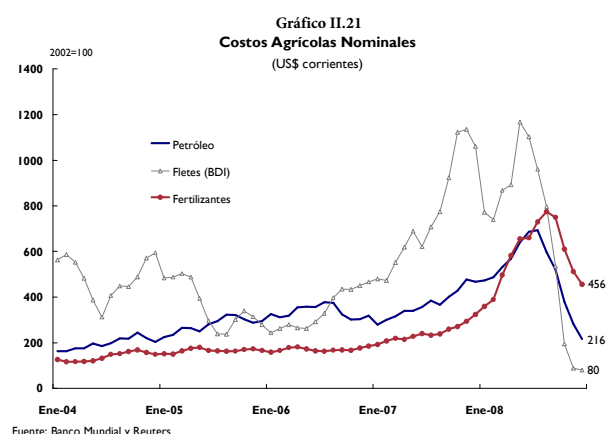
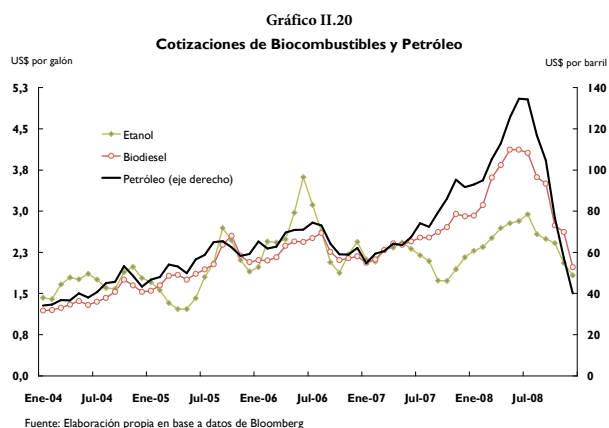
II.5 Precios de las Materias Primas

Los precios de las materias primas continuaron cayendo en los últimos meses de 2008, revirtiendo el fuerte encarecimiento de la primera mitad del año. Esta situación estuvo explicada por los efectos de la crisis económica mundial, incluyendo el surgimiento de restricciones crediticias sobre el comercio global que impactaron negativo sobre el intercambio comercial de los principales productos básicos (ver Apartado 3). Adicionalmente, se revisaron a la baja las expectativas de crecimiento de la demanda de *commodities*, a lo que se sumaron otras noticias bajistas por el lado de los fundamentos de cada mercado. Sin embargo, durante la segunda mitad de diciembre se comenzó a evidenciar una recuperación de las cotizaciones, principalmente en los denominados *soft commodities*, mientras que los precios del petróleo y los metales siguieron descendiendo de forma abrupta.

El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) acumuló entre junio y diciembre una caída de 45,2%, finalizando el año con una baja interanual de 30,3%. Las mermas de precios más importantes acumuladas a diciembre de 2008 se registraron en el petróleo crudo (-53,8% i.a.) y en el cobre (-53,4% i.a.). Asimismo, dentro de los productos agrícolas también se registraron fuertes descensos en el trigo (-40,3% i.a.), los porotos de soja (-30,1% i.a.) y el maíz (-12,2% i.a.). A pesar de las bajas mencionadas, el promedio anual de 2008 del IPMP se situó 31,2% por encima del nivel de 2007 y 107,5% sobre el promedio histórico de la serie que se inicia en 1996 (ver Gráfico II.18 y 19).

Tras alcanzar un máximo en junio, a fin del año pasado el precio del petróleo volvió a niveles similares a los vigentes cuatro años y medio atrás⁷. El impacto del fuerte debilitamiento de la economía global ha llevado a una importante merma de la demanda petrolera, no sólo de

⁷ El petróleo crudo *West Texas Intermediate* pasó de un máximo de US\$145 el barril en julio de 2008 a un mínimo de US\$31 el barril en diciembre de 2008.



las naciones avanzadas sino también de las economías emergentes, con el resultado de una baja sin precedentes sobre los valores del petróleo crudo. A esto se agregó la fuerte salida de los fondos de inversión de cobertura y especulativos en este mercado. En respuesta a la caída de las cotizaciones, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) acordó la reducción de la producción más importante de su historia⁸ con el fin de revertir la tendencia descendente de los precios y sostener las inversiones en el sector (ver Gráfico II.20).

El debilitamiento en la cotización del petróleo a su vez generó una importante contribución al descenso de los precios de los *commodities* agrícolas, principalmente por su vínculo con los costos de producción y transporte de los granos y con el desarrollo de los biocombustibles. Recientemente se observó un marcado abaratamiento en los costos de los fletes⁹ y en menor medida de los fertilizantes y agroquímicos. Este desplome de los costos de transporte obedeció no sólo a la evolución del precio del petróleo sino también a la desaceleración del comercio internacional asociada, entre otros factores, al deterioro de la actividad económica a nivel global y a la escasez de crédito destinado a financiar operaciones de comercio exterior (ver Gráfico II.21). En tanto, también se redujo la demanda de granos para la elaboración de etanol y biodiesel, en un contexto de menor consumo de combustibles en general (ver Gráfico II.22).

Por otro lado, las últimas estimaciones del USDA sobre *stocks* de granos presentaron, en general, un aumento por una combinación de una mayor oferta y una menor demanda. En particular, el maíz mostró un incremento estimado de la producción, al tiempo que presentó una caída de la demanda, que obedeció al mencionado recorte en el uso del grano para la elaboración de etanol. En tanto, el trigo registró una fuerte extensión de la oferta como consecuencia del incremento de la producción de la Unión Europea, Rusia y Australia, entre otros. En contraposición, la soja registró una merma en los *stocks*, obedeciendo a la menor producción esperada en Sudamérica y compensada sólo parcialmente por un recorte de la demanda a nivel global (ver Cuadro II.3).

Paralelamente, los precios agrícolas también fueron afectados por la flexibilización de las medidas implementadas entre fines de 2007 e inicios de 2008 con el fin de paliar el fuerte encarecimiento de los alimentos. En los últimos meses varios países anunciaron una reducción de derechos de exportación y la reapertura de exportaciones, entre otras medidas.

⁸ La OPEP bajó la producción de 27 a 24,8 millones de barriles por día, es decir el recorte fue de 2,2 millones de barriles menos (-8,1%)

⁹ El Índice de fletes *Baltic Dry Index* mostró en diciembre un descenso de 92,5% i.a., ubicándose en los valores más bajos desde 1986.

Cuadro II.3
Estimación Mundial de Oferta y Demanda de Granos

		Campaña 2007/08 (mill. Ton.)	Campaña 2008/09 (mill. Ton.) OCTUBRE	Campaña 2008/09 (mill. Ton.) DICIEMBRE	Efecto sobre el precio de la variación mensual
Trigo	Oferta total	737,6	800,0	803,3	-
	Demanda total	618,3	655,2	656,0	+
	Stocks finales	119,4	144,4	147,4	-
Maíz	Oferta total	901,1	903,9	913,7	-
	Demanda total	773,3	798,3	789,9	-
	Stocks finales	127,8	105,6	123,8	-
Soja	Oferta total	283,5	290,9	287,8	+
	Demanda total	229,6	235,2	232,6	-
	Stocks finales	53,1	54,3	54,2	+

*La Oferta total incluye la producción total + stocks iniciales

Fuente: Elaboración propia en base a datos del USDA

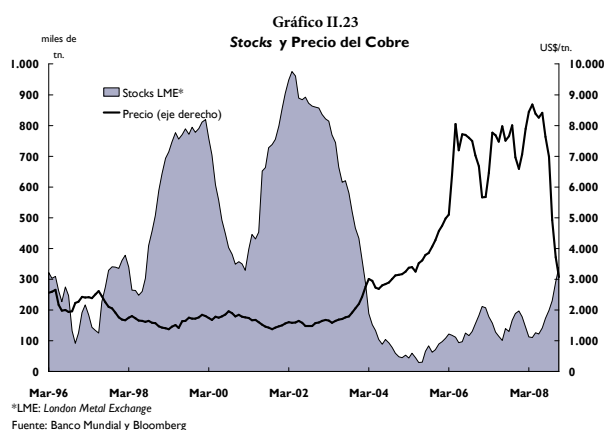
A pesar de que los precios presentaron importantes caídas en relación a los máximos alcanzados en julio pasado, durante diciembre evidenciaron un significativo repunte. Esta recuperación estuvo influenciada por cuestiones coyunturales, tales como las malas condiciones climáticas imperantes en las principales regiones productoras (si bien hasta el momento no se vieron reflejadas en las estimaciones de oferta y demanda globales), a lo que se sumó la relativa estabilidad de los fondos de inversión, que dejaron de afectar negativamente a las cotizaciones. En efecto, en diciembre se registraron heladas en EE.UU. que dificultaron la siembra de trigo, al tiempo que las bajas temperaturas también complicaron las cosechas de maíz y soja. Asimismo, el exceso de humedad complicó la recolección del trigo en Australia, mientras que las altas temperaturas redujeron la producción del cereal en Argentina. En tanto, la falta de precipitaciones en Sudamérica podría derivar en una merma en la producción de soja y maíz.

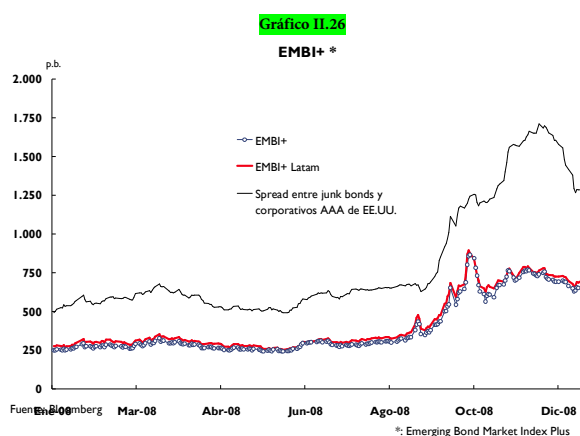
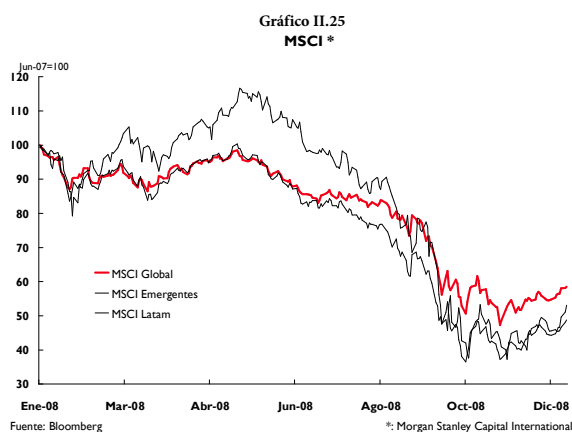
Por su parte, los precios de las materias primas metálicas como el cobre, el aluminio, el níquel, descendieron significativamente a partir de mediados de 2008. Tal situación estuvo influenciada por el debilitamiento de la economía mundial, que afecta a la construcción y las industrias productoras de bienes durables, como los automotores, entre otros sectores de la economía (ver Gráfico II.23).

A pesar de que las cotizaciones de las materias primas cayeron de forma abrupta en la segunda mitad del año, afectadas por el debilitamiento de la economía mundial, en general continúan estando en valores altos en términos históricos. No obstante, en el corto plazo, la mayor desaceleración de la economía mundial podría impulsar a la baja los precios de los productos primarios, en especial de los *hard commodities* como el petróleo y los metales, aunque en el caso de los agrícolas los factores estructurales (e incluso algunos coyunturales) podrían brindar soporte a las cotizaciones, algo que ya se observó en diciembre de 2008 e inicios de 2009.

II.6 Flujo de Capitales

A comienzos del último trimestre, los mercados financieros mostraron una profundización de las caídas de los activos registradas a lo largo de 2008, mientras que hacia el final del periodo se registró una incipiente estabilización. Sin embargo, la volatilidad de los mercados financieros internacionales se mantiene aún elevada debido a la incertidumbre en torno a la extensión y profundidad de la recesión económica de los principales países y su impacto sobre las regiones emergentes (ver Gráfico II.24).





Los indicadores financieros sufrieron una importante desmejora durante el último trimestre. Así, los precios de los activos de renta variable, medidos a través del índice *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) mundial, cayeron durante el cuarto trimestre 22% (25 p.p. menos que la caída del tercer trimestre; ver Gráfico II.25). A su vez, el *Emerging Bond Market Index Plus* (EMBI+) de Emergentes aumentó 271 p.b., incremento en línea con el de América Latina (265 p.b.; ver Gráfico II.26). Los activos de renta variable de la región seguirían exhibiendo una gran volatilidad y continuarían por encima de los valores registrados al inicio de las turbulencias financieras, aunque mostrando un mejor desempeño que los títulos de alto riesgo de EE.UU..

Los datos de volúmenes negociados de la *Emerging Markets Trade Association* (EMTA) y de entrada y salida de fondos especializados del *Emerging Portfolio Funds Research* (EPFR) dan cuenta que durante 2008 se habrían desacelerado significativamente los ingresos netos de capitales a las economías emergentes respecto de 2007 (año en que registraron ingresos netos sin precedentes). Sin embargo, la incipiente estabilización de los mercados financieros a fines de 2008 permitió que algunas economías reiniciaran su proceso de emisión de deuda en los mercados de capitales, tal es el caso de México, Brasil y Colombia.

Durante 2009, si bien las regiones emergentes mostrarían un mejor desempeño en relación con las economías avanzadas, seguirían afectadas por la posible recesión de la economía global y algunas economías comenzarían a registrar déficits gemelos. Los inversores continuarían mostrándose aversos al riesgo, por lo que preferirían activos menos riesgosos, condicionando aún más el flujo de capitales hacia los países en desarrollo. En particular, para América Latina se prevé que continúen los ingresos de capitales, aunque debilitándose y mostrando fuerte volatilidad.

El ingreso de la actividad económica de los países desarrollados en una fase de fuerte recesión haría más lento y paulatino el proceso de retorno al sendero de crecimiento global sostenido. Así, la economía argentina enfrenta un escenario internacional muy adverso, signado por una importante desaceleración económica mundial, precios de las materias primas más bajos y mercados financieros en los que persiste la incertidumbre.

Apartado 2 / Las respuestas de política económica en América Latina

En el actual contexto de profunda desaceleración del crecimiento mundial, menores precios de las materias primas y persistencia de incertidumbre financiera, los países emergentes comenzaron a evidenciar un mayor impacto de la crisis internacional sobre sus economías. Ante este deterioro del escenario global, los gobiernos de los países en desarrollo reaccionaron rápidamente aplicando diversas medidas económicas tendientes a aminorar los efectos adversos.

En particular, en América Latina durante el último trimestre se observó una mayor corrección a la baja en las perspectivas de crecimiento, y en los resultados fiscal y externo (ver Cuadro N° 1). La recesión de las principales economías y la mayor desaceleración del resto de los países emergentes con importantes relaciones comerciales con la región, como China e India, sumados a la caída en los precios de los *commodities* y la reversión de los flujos de capital, constituyeron factores determinantes en la revisión de las expectativas económicas para la región.

Sin embargo, la heterogeneidad en términos de posiciones fiscales, acceso al financiamiento externo, el grado de profundidad del mercado doméstico de capital y el desarrollo institucional, entre otros, constituyen factores determinantes de la política económica a adoptar frente al actual contexto.

Asimismo, el impacto de la crisis diferiría entre los países de la región dependiendo del grado de apertura comercial y financiera, la diversificación del comercio exterior y las capacidades de utilización de los instrumentos en cada país según su particularidad socioeconómica. Así, la velocidad de reacción y la magnitud de los efectos de la crisis explican las divergencias de las medidas. Las estrategias incluyen política fiscal, monetaria, sectorial, social, cambiaria y de comercio exterior (ver Cuadro N° 2).

Cuadro N° 1 | América Latina. Evolución de las Expectativas de las Principales

Variables para 2009	Ene-08	Mar-08	Jul-08	Sep-08	Ene-09	Variación Enero 2009 respecto a períodos anteriores
PIB (var. i.a.)	4,2	4,2	4,0	3,7	1,7	▼
Desempleo (%)	7,1	7,2	7,0	6,9	7,5	▲
Precios al Consumidor (var. i.a.)	6,1	6,1	6,7	7,1	8,2	▲
Saldo de la Cuenta Corriente (% del PIB)	-0,6	-0,8	-1,2	-1,1	-2,0	▼
Reservas Internacionales (Meses de importación)	7,4	7,6	7,1	7,1	6,7	▼
Deuda Externa (% del PIB)	17,1	17,5	16,5	16,5	20,4	▲
Resultado Fiscal (% del PIB)	-0,5	-0,6	-0,5	-0,6	-1,9	▼

Fuente: FocusEconomics

Ante el reconocimiento de las autoridades económicas de que, aún frente a fundamentos macroeconómicos más sólidos que en el pasado, los países de la región no serían inmunes a la crisis internacional, los gobiernos respondieron anunciando e implementando diversas medidas económicas que, aunque presentan diferencias en cuanto a los instrumentos de política y la intensidad de su uso, persiguen el objetivo de reducir el impacto perjudicial del ajuste macroeconómico global.

Las políticas macroprudenciales y anticíclicas aplicadas durante los últimos años por la generalidad de las economías de América Latina dotaron de un mayor grado de libertad a la región para la determinación de la política económica. Asimismo, si bien aún no se vieron reflejadas en las proyecciones de inflación, la reciente baja en los precios de las materias primas redujo las tensiones inflacionarias durante los últimos meses, quitando presión inmediata sobre la política monetaria.

En general se anunciaron planes de estímulo fiscal, centrados principalmente en la reducción de impuestos al consumo y a la inversión, buscando sostener el gasto interno. También se observaron un aumento en subsidios y un incremento en las erogaciones destinadas a obra pública. Por ejemplo, el Gobierno de Brasil lanzó un paquete fiscal que involucra la reducción de tres impuestos importantes con el objetivo de incentivar el consumo: el Impuesto a las Ganancias de Personas Físicas, el Impuesto al Valor Agregado (IVA) para la adquisición de automóviles y el Impuesto a las Transacciones Financieras. El costo total del paquete estimado por el gobierno es de US\$3.700 millones (alrededor del 0,3% del PIB). Mientras tanto, el programa fiscal chileno más reciente incluye inversión en infraestructura, bonos para familias pobres y reducción de impuestos al consumo y a las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs). El monto comprometido totaliza US\$4.000 millones (2,8% del PIB). Por su parte, México anunció un plan de 25 medidas focalizadas en la protección del ingreso, el empleo y el aumento del crédito. Como políticas principales se

observan planes de infraestructura pública, créditos para PyMEs, estímulos fiscales a la creación de empleo y el aumento de la contribución del gobierno en los programas jubilatorios.

Recientemente ha ganado mayor importancia el gasto interno para impulsar el crecimiento local ante la desaceleración del comercio mundial. No obstante, también se han realizado políticas destinadas al sector exportador. De esta manera, aunque los gobiernos no pueden evitar la disminución de las compras externas, sí pueden facilitar las condiciones de producción y comercialización. Así, por ejemplo, en Brasil se dispuso el otorgamiento de préstamos en moneda local para facilitar la producción, previo al pago del importador, o adelantos luego de enviada la mercadería.

Esto se dio en un contexto de mayor aversión al riesgo y depreciación generalizada de las monedas de los países emergentes. Entre las medidas tomadas para hacer frente a estas dificultades se destacan la reducción de encajes, mayores facilidades de pases activos y redescuentos (ampliación del menú de activos aceptables como colateral) y ampliación de los poderes del banco central para intervenir las instituciones financieras con dificultades.

Por su parte, las tasas de interés de referencia también fueron modificadas en los países de América Latina como otra herramienta de regulación del mercado. Sin embargo, se utilizó de manera distinta que en los países avanzados, puesto que en la práctica les resulta difícil a los países emergentes (salvo excepciones) utilizar políticas monetarias anticíclicas en momentos de una salida de capitales general.

Cuadro N° 2 | Políticas Aplicadas en América Latina; Países Seleccionados

País	Políticas Monetarias	Políticas Fiscales	Políticas Cambiarias y de Comercio Exterior	Políticas Sectoriales	Políticas Sociales
Argentina	✓	✓	✓	✓	✓
Bolivia	-	✓	✓	-	-
Brasil	✓	✓	✓	✓	✓
Chile	✓	✓	✓	✓	✓
Colombia	✓	✓	✓	-	✓
Ecuador	✓	✓	✓	-	-
Guatemala	✓	✓	✓	✓	✓
Honduras	✓	✓	✓	✓	-
México	✓	✓	✓	✓	✓
Nicaragua	-	✓	✓	-	✓
Paraguay	✓	✓	✓	-	-
Perú	✓	✓	✓	✓	✓
Uruguay	✓	✓	✓	✓	-

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CEPAL

Por otra parte, al igual que en Estados Unidos y Europa, América Latina no quedó exenta de la quiebra de empresas, y algunos gobiernos han intervenido en el salvataje de corporaciones endeudadas, a través de la compra de acciones o mediante préstamos en dólares para el pago de deuda externa.

La política monetaria ha jugado también un rol activo. Mientras que durante la primera mitad de 2008 la política monetaria tenía un sendero contractivo, en el último tiempo, los bancos centrales comenzaron a aplicar medidas de inyección de liquidez (en moneda doméstica y en otras divisas) en los mercados financieros locales, buscando mantener el normal funcionamiento de los mercados de crédito.

Debido a la gravedad de la situación internacional y las proyecciones de continuidad en la contracción de la actividad mundial durante los primeros trimestres del corriente año, el desafío actual de los gobiernos locales es poder continuar aplicando en el corto plazo políticas económicas similares a las implementadas recientemente sin descuidar la credibilidad lograda en los últimos años ni los objetivos de mediano y largo plazo.

III. Actividad Económica

III.1 Síntesis

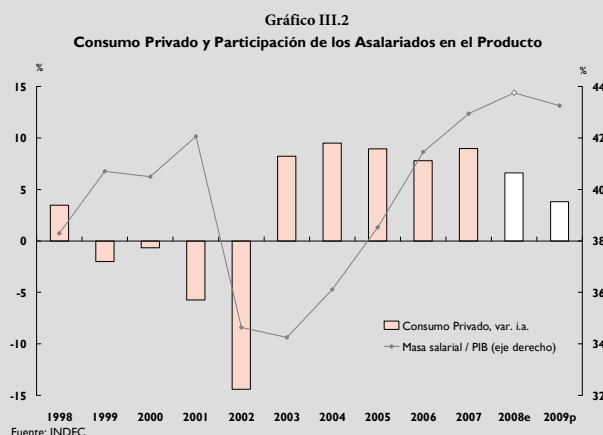
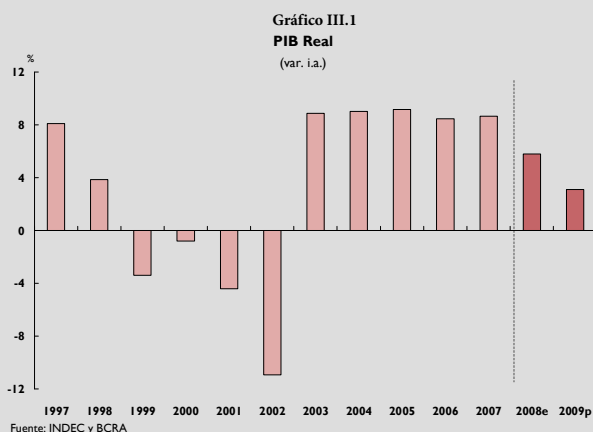
En un contexto de deterioro de las condiciones internacionales, el ritmo de crecimiento de la economía registra una moderación con respecto al promedio de los últimos años y habría finalizado 2008 en alrededor de 6% anual. De este modo, el país alcanzó el sexto año consecutivo de suba con una expansión superior a la media mundial y de los países de la región, aunque por debajo del desempeño de los años previos. Para 2009 se apunta a un crecimiento en torno a 4%, en particular a partir de las medidas de estímulo impulsadas por el Poder Ejecutivo.

La incertidumbre acerca de la situación macroeconómica externa e interna registrada en el tramo final de 2008 afectó las decisiones de gasto por parte de las empresas y familias. Las empresas comenzaron a reducir o posponer sus planes de inversión ante los riesgos de que se debilite la demanda. No obstante ello, la merma de la inversión privada sería compensada en 2009, cuanto menos en parte, por el incremento de la inversión pública en obras de infraestructura. Esto permitiría mantener una leve expansión de la inversión total, impulsada por la construcción en un contexto de menor gasto en maquinarias y equipos de producción.

La expectativa de que se produzca un menor crecimiento de los ingresos reales y que el mercado laboral pierda dinamismo podría afectar los niveles de gasto de las familias, en particular en bienes durables. Frente a esta situación el Gobierno tomó medidas de aliento al consumo mediante el incremento de la disponibilidad de crédito para bienes durables y el aumento del ingreso disponible a partir de una menor presión impositiva tras las recientes modificaciones al impuesto a las ganancias. Tales medidas, en cuanto las perspectivas internacionales y locales se vayan estabilizando, permitirían mantener el crecimiento del consumo de las familias, revirtiendo así el menor dinamismo de la última parte del 2008 e inicios del 2009.

Adicionalmente, la reducción de la demanda externa y del saldo agrícola exportable generarían una ligera caída de los volúmenes exportados, en un contexto donde también las importaciones registrarían una marcada desaceleración.

Por el lado de la oferta, se proyecta un comportamiento diferenciado entre los sectores productores de servicios y los de bienes. La producción de servicios seguiría creciendo, aunque a un ritmo menor al de años previos, a partir del aumento en las comunicaciones y el comercio. En tanto la oferta de bienes mostraría una desaceleración mayor, afectada particularmente por la reducción en la producción del sector agropecuario, mientras que la industria se vería influida por la menor demanda de bienes durables. Por su parte, la construcción finalizaría con una variación levemente positiva dado que la menor inversión privada podría ser compensada por el plan de obras públicas.



Cuadro III.1
Indicadores de Actividad
(var. % respecto al período anterior; s.e.)

	III-07	IV-07	I-08	II-08	III-08	IV-08
PIB (a precios constantes)	3,1	1,8	0,6	2,3	1,3	
Gasto						
Ventas de Autos - ADEFA	9,3	11,3	2,0	1,5	-4,8	-18,6
Confianza del consumidor - UTDT (s.o.; p.p.)	-3,7	1,6	0,6	-9,0	0,2	-3,3
Importaciones (cantidades) (**)	8,4	7,5	6,0	1,9	-0,3	-8,4
Importaciones de Bienes de Consumo (cantidades) (**)	13,6	7,6	2,4	4,3	2,2	-1,3
Importaciones de Bienes de Capital (cantidades) (**)	9,0	10,5	12,6	-2,9	-1,0	-5,0
Exportaciones (cantidades) (**)	0,8	6,9	-2,3	-7,7	16,2	-13,6
Oferta						
Actividad - EMAE (*)	2,8	1,9	0,9	2,2	1,2	0,0
Actividad - IGA O.J. Ferreres (**)	1,4	2,5	0,3	0,8	1,3	-1,3
Industria - EMI (**)	1,7	4,2	-1,4	1,4	1,7	-0,9
Industria - IPI FIEL (**)	1,0	3,1	-0,1	0,0	-0,7	-2,5
Construcción - ISAC (**)	0,5	2,2	2,4	0,0	0,0	-5,2
Servicios Públicos - ISSP (**)	4,4	5,5	2,6	-1,1	2,2	2,3

* Dato a octubre

** Dato a noviembre

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, FIEL, OJF, ADEFA y UTDT

III.2 Comportamiento del Gasto

Durante 2008 el gasto de los hogares y las empresas siguió en ascenso en términos reales, impulsado por el incremento del consumo y la inversión, aunque a un ritmo menor al de años previos. En particular, a lo largo del año pasado se observó una desaceleración en la tasa de crecimiento del gasto, que se vio acentuada en el último trimestre como consecuencia del deterioro del entorno externo y su impacto a nivel local. De este modo, se estima que el Producto habría finalizado con una expansión en torno a 6% anual, superior a la media mundial y de los países de la región, aunque por debajo del promedio entre 2003 y 2007 (ver Gráficos III.1 y III.3).

El incremento de la incertidumbre a nivel mundial se reflejó en la confianza de los consumidores y empresarios y afectó las decisiones de gasto de los agentes económicos locales. Frente a esta situación, y al igual que lo observado en otras economías, el Gobierno Nacional anunció un conjunto de acciones principalmente de carácter fiscal, cuya realización pretende impulsar el nivel de actividad económica y proteger las fuentes de empleo. Por otro lado, el comercio internacional también verificó una significativa merma sobre el final del año, debido a la falta de crédito para el financiamiento de los flujos comerciales y a una reducción de la demanda externa, entre otros factores (ver Sección V).

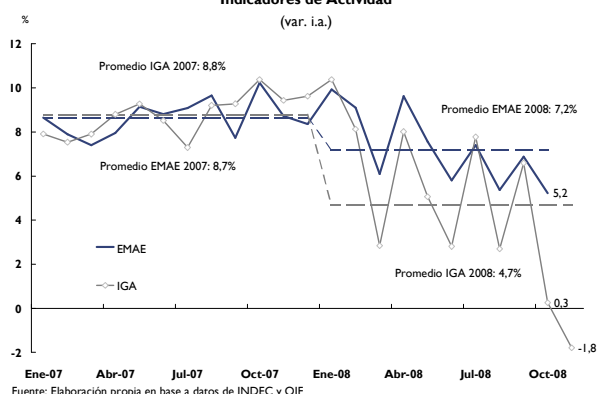
Teniendo en cuenta el arrastre estadístico que habría dejado el PIB en 2008, que resultó menor al esperado con anterioridad, se apunta a una expansión económica en torno al 4% en 2009. Si bien existen riesgos a la baja, se prevé que las distintas acciones tomadas por el Gobierno para enfrentar la crisis permitan mantenerlos acotados.

Inversión

A lo largo de 2008 se observó una desaceleración del crecimiento de la inversión de las empresas, en la medida que la reversión del ciclo económico internacional afectó las decisiones de gastos de capital, particularmente en la segunda mitad del año. No obstante, el gasto en construcción y bienes de capital experimentaría un nuevo incremento en 2009 a partir de la mayor obra pública impulsada por el Gobierno (ver Gráfico III.4).

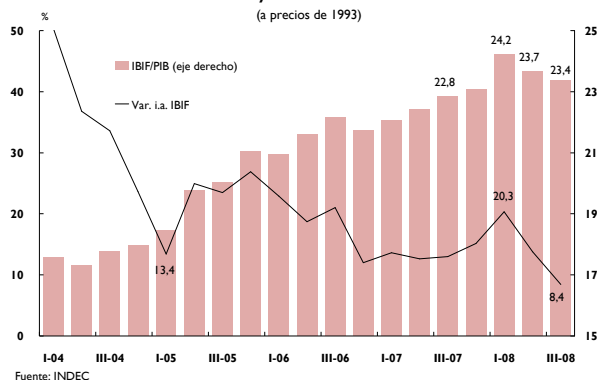
La inversión en Construcción seguiría en niveles elevados en términos históricos en 2009, favorecida por el mayor gasto público, luego de la fuerte desaceleración observada a lo largo de 2008. En particular, el Gobierno anunció en diciembre la implementación del plan "Obras para todos los Argentinos" por un monto total de \$111.000 millones, de los cuales \$56.800 millones serían ejecutados durante 2009 (ver Gráfico III.5). El plan

Gráfico III.3
Indicadores de Actividad
(var. i.a.)

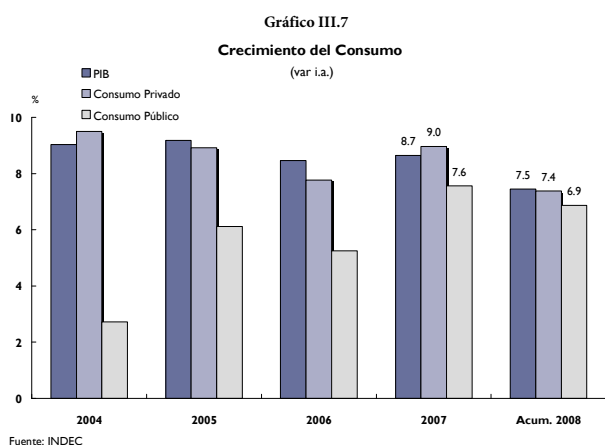
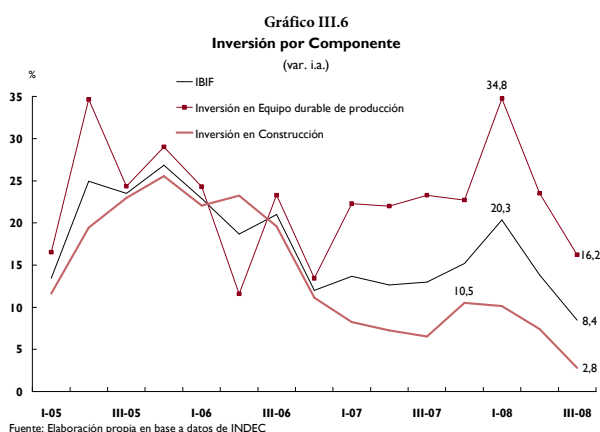
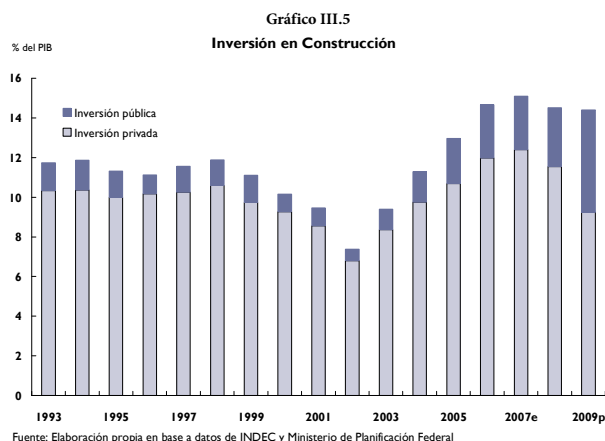


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y OJF

Gráfico III.4
IBIF y Tasa de Inversión
(a precios de 1993)



Fuente: INDEC



consiste en la realización de obras de corto, mediano y largo plazo a fin de sostener el empleo y los niveles de actividad sectorial, contribuyendo a su vez al incremento del Producto. Teniendo en cuenta que el plan volcaría \$24.030 millones adicionales a los ya estimados por la Ley de Presupuesto Nacional 2009, se espera que su efecto expansivo sea de aproximadamente 2 puntos porcentuales (p.p.) del PIB en el caso de que se logren ejecutar todas las obras. Asimismo, el plan ayudaría a compensar la reducción del gasto en inversiones residenciales y no residenciales de origen privado, cuyas perspectivas se han deteriorado a fines de 2008 según dan cuenta algunos indicadores adelantados, como los permisos de nuevas obras.

Por su parte, el gasto en Equipo durable de producción se desaceleraría a lo largo de 2009, luego de liderar la expansión de la IBIF durante el año pasado, en un marco en el que las empresas han pospuesto o cancelado la compra de nuevos equipos ante los riesgos de un deterioro adicional de la demanda (ver Gráfico III.6). No obstante, el Gobierno tomó diversas medidas para alentar el gasto privado en la compra de equipo durable, como la creación de líneas de financiamiento para la compra de maquinarias y utilitarios, principalmente de origen nacional, entre otros.

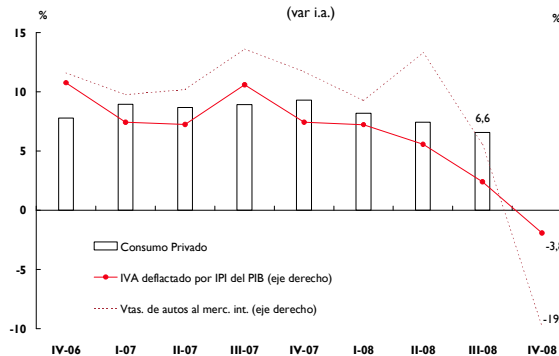
Con todo, a pesar del contexto recesivo a nivel mundial, la IBIF lograría crecer levemente durante 2009 en nuestro país, con una mayor participación de la inversión pública. De todos modos, la Tasa de Inversión se mantendría en torno a los niveles alcanzados durante el año pasado, permitiendo incrementar el *stock* de capital a partir de los elevados niveles de ahorro interno.

Consumo

Luego de varios años de fuerte expansión del Consumo, se proyecta que durante 2009 el incremento del gasto de consumo de las familias y el Gobierno sea más moderado, dado que se espera un menor crecimiento de los ingresos reales y un incremento del ahorro precautorio (ver Gráfico III.2 y Gráfico III.7).

En particular, el deterioro de los niveles de confianza de los consumidores a fines del año pasado fue acompañado por una desaceleración del consumo, principalmente de bienes durables, que persistiría en la primera mitad de 2009 (ver Gráfico III.8 y Gráfico III.9). Adicionalmente, el menor impulso del mercado laboral también impactaría en la conducta de los consumidores, quienes preferirían priorizar los niveles de ahorro.

Gráfico III.8
Indicadores de Consumo
(var i.a.)

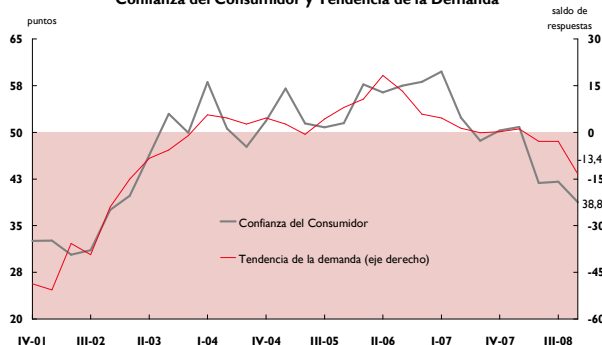


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Frente a esta situación el Gobierno tomó medidas para mejorar los ingresos de diferentes estratos de la población. Por un lado, hacia fines del año pasado se otorgaron de sumas fijas a los asalariados que perciben el nivel mínimo, a jubilados (que a su vez recibirían nuevos incrementos por la aplicación de la Ley de Movilidad Jubilatoria) y a personas que están percibiendo planes sociales. Por otro lado, se anunció la creación de nuevas líneas crediticias para la compra de automotores y electrodomésticos e introdujo modificaciones en el impuesto a las ganancias. De este modo, se espera que el gasto de las familias registre un leve ascenso, que se intensificaría en la segunda mitad del año a partir de la suba de los salarios y una eventual mejora de las condiciones internacionales.

En tanto, el Consumo Público mantendría un elevado ritmo de expansión, siguiendo la tendencia observada durante los años previos. En particular, se prevé que el incremento del gasto del Gobierno central y de las provincias en términos reales se ubique en niveles cercanos al 6%.

Gráfico III.9
Confianza del Consumidor y Tendencia de la Demanda



*IV-08 Tendencia de la demanda: dato a noviembre

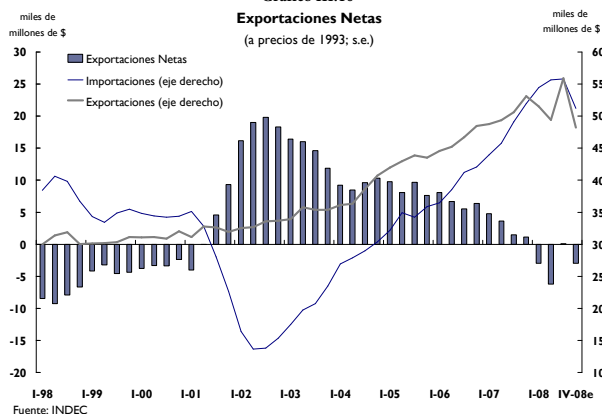
Fuente: UTDT y FIEL

Exportaciones Netas

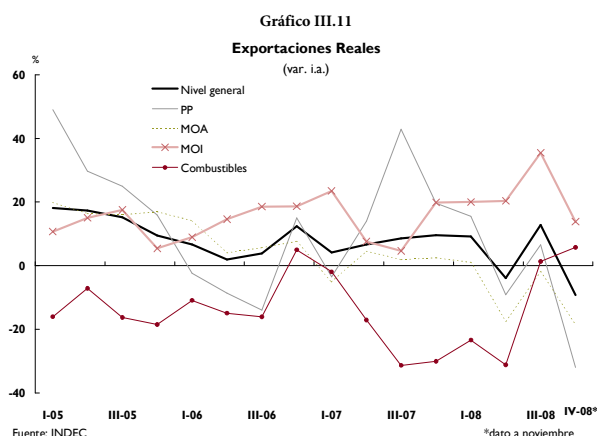
La parálisis del comercio internacional a fines de 2008 por la reducción de los créditos comerciales afectó las operaciones de intercambio del país y determinó que el crecimiento de las exportaciones y las importaciones a lo largo del año pasado fuera menor al previsto inicialmente. Adicionalmente, la crisis económica internacional condiciona el desempeño esperado para 2009, dada la menor demanda externa y el descenso de los precios de los principales productos de exportación.

La dificultad de encontrar bancos dispuestos a financiar el comercio exterior y el descenso de los precios internacionales, entre otros factores, afectó el volumen comercializado a fines de 2008 (ver Gráfico III.10 y Apartado 3). En particular, las cantidades exportadas por el país habrían verificado una caída en torno al 9% interanual (i.a.) en el cuarto trimestre de 2008, principalmente por el descenso de las ventas de Productos primarios (PP) y Manufacturas de origen agropecuario (MOA), ante lo cual la expansión anual se habría ubicado en torno al 2%, 3 p.p. por debajo de lo esperado con anterioridad. En 2008 la expansión se debió exclusivamente al incremento en torno a 20% i.a. de las cantidades exportadas de las Manufacturas de origen industrial (MOI), dado que el resto de las categorías se retrajeron (ver Gráfico III.11). Para el corriente año, la menor demanda internacional y la contracción de la oferta agrícola exportable, por las malas condiciones climáticas, determinarían un descenso de las cantidades exportadas. En particular se

Gráfico III.10
Exportaciones Netas
(a precios de 1993; s.e.)

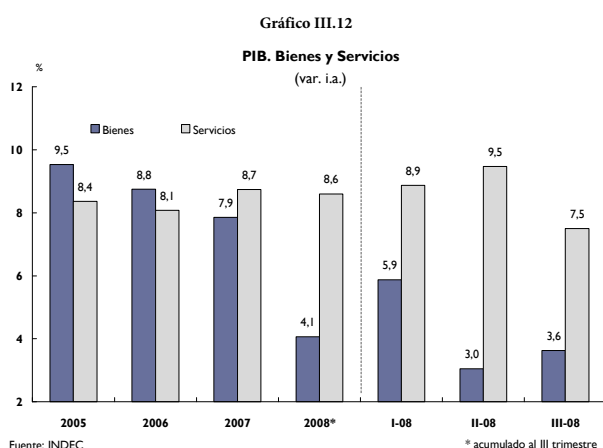


Fuente: INDEC



prevé una caída de los envíos de PP que sería acompañada por una nueva reducción de las cantidades exportadas de Combustibles. En cambio, las MOI y las MOA seguirían en ascenso, aunque a un ritmo menor que en 2008.

Por su parte, las Importaciones también exhibieron una fuerte caída generalizada en el cuarto trimestre de 2008, principalmente por la reducción de la compra de Bienes intermedios y de Bienes de capital ante los menores niveles de actividad de la industria y la reducción del gasto en inversión. A pesar de ello, en el promedio del año las compras externas en términos reales finalizaron con un incremento en torno al 15% i.a., destacándose las importaciones de Bienes de capital y vehículos automotores de pasajeros que registraron subas aproximadas de 27% y 45%, respectivamente.



En tanto, se espera que en 2009 las compras al exterior sigan experimentando un alza de las cantidades, más baja que en años anteriores, mayormente por la importación de Bienes intermedios y de Combustibles.

III.3 Comportamiento de la Oferta

Los sectores productores de servicios continúan liderando el crecimiento, aunque avanzando a un menor ritmo, en un contexto de desaceleración de la producción de bienes, que se profundizó en el último trimestre de 2008. De este modo, se acentuó el comportamiento diferenciado entre los distintos bloques económicos, tal como se observa desde comienzos de 2008 (ver Gráfico III.12 y Cuadro III.2).

Cuadro III.2
PIB por Sectores Económicos*
(%)

	var. s.e.					var. anual	
	III-07	IV-07	I-08	II-08	III-08	2007	Acum. 2008
Sectores productores de bienes	1,7	1,2	-1,1	1,9	1,5	7,9	4,1
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	-3,4	-1,8	0,1	1,0	-1,0	10,3	-1,7
Pesca	-13,7	-13,2	-4,7	46,4	0,4	-6,4	-0,8
Explotación de minas y canteras	1,5	1,4	-0,7	-5,0	6,7	-0,5	0,7
Industria manufacturera	2,3	3,1	-2,3	2,8	2,0	7,6	5,9
Suministro de electricidad, gas y agua	5,6	-6,3	-0,4	5,6	4,1	5,7	3,7
Construcción	3,4	2,0	0,9	-0,3	0,0	9,9	5,9
Sectores productores de servicios	3,1	2,3	1,3	3,1	1,0	8,7	8,6
Comercio mayorista y minorista y reparaciones	3,9	3,1	-1,0	5,4	-1,3	11,1	8,8
Hoteles y restaurantes	3,1	3,0	1,4	-0,9	2,6	8,2	7,6
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	4,0	3,4	1,2	4,1	2,7	13,7	12,9
Intermediación financiera	1,2	6,7	4,9	8,8	-3,5	18,6	19,8
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	2,3	0,6	1,7	1,3	2,0	4,7	5,9
Administración pública y defensa	4,5	-1,6	1,5	-0,6	3,9	3,7	3,9
Enseñanza, servicios sociales y de salud	1,2	1,6	1,3	0,6	0,8	4,8	4,7
Otras actividades de servicios y servicio doméstico	1,4	1,4	1,7	1,7	1,4	6,4	6,3

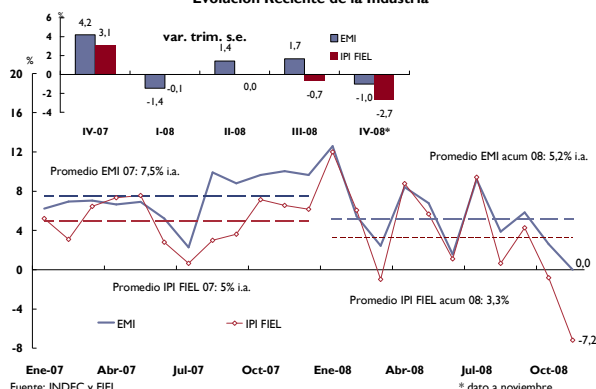
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

El sector terciario se mantendría a lo largo de 2009 como el principal responsable en explicar el crecimiento de la economía, mayormente impulsado por las comunicaciones y el comercio. No obstante, la evolución de la producción de bienes y el menor flujo comercial también incidirían en su comportamiento llevando su ritmo de crecimiento a la mitad de lo observado durante 2008.

Por su parte, en 2009 los niveles de actividad de algunas ramas productoras de bienes podría registrar por primera vez en el actual ciclo económico una caída, luego de la desaceleración observada durante el año pasado. La retracción de la demanda mundial de bienes durables y las malas condiciones climáticas afectarían el desempeño de la industria y del sector agrícola, en tanto que el sector de la construcción finalizaría el año con un leve crecimiento, apuntalado por los planes de obra pública.

Gráfico III.13

Evolución Reciente de la Industria

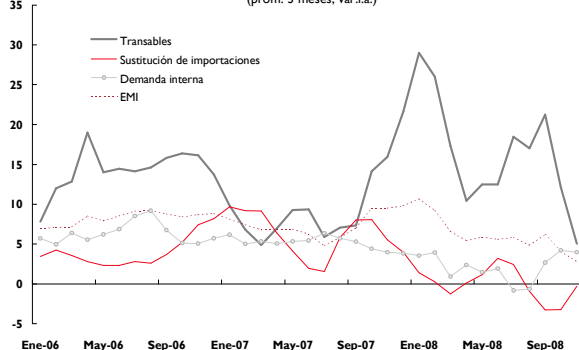


Fuente: INDEC y FIEL

Gráfico III.14

EMI. Evolución por Clasificación

(prom. 3 meses; var.i.a.)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Cuadro III.3
Industria. Evolución por Bloque

Bloques	I-08	II-08	III-08	IV-08*	Acum. Nov-08 (var. i.a.)
	(var. s.e.)				
Automotores	12,6	-7,2	4,4	-23,9	16,6
Metálicas básicas	0,4	1,7	2,5	-11,9	11,7
Tabaco	-0,9	1,9	1,7	-0,1	7,0
Minerales no metálicos	-0,2	1,8	2,6	2,8	6,9
Productos químicos	1,5	-2,7	3,7	5,0	4,9
Edición e impresión	0,5	2,9	2,0	0,2	4,6
Alimentos y bebidas	-2,6	-0,8	5,7	6,1	3,7
Textiles	-4,3	1,8	-7,3	4,3	1,2
Resto de la metalmecánica	-3,6	0,9	1,0	5,6	1,2
Papel y cartón	-0,1	-2,3	2,7	3,5	1,1
Caucho y plástico	-1,2	0,9	-9,0	10,0	0,6
Refinación del petróleo	0,5	-0,7	-0,9	-7,2	-2,9
EMI	-1,4	1,4	1,7	-1,0	5,2
var i.a.	6,6	5,6	6,2	2,3	

* datos a noviembre

Fuente: INDEC

Industria

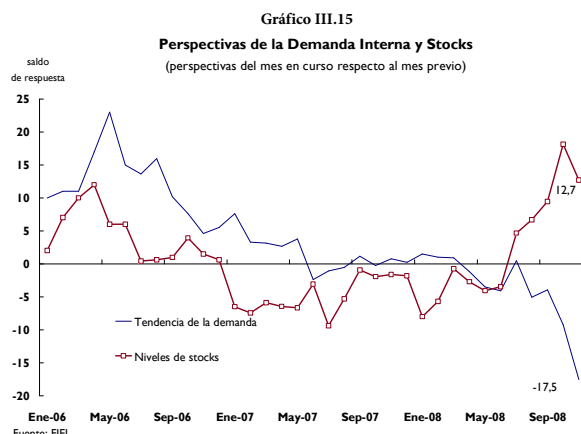
La industria local muestra una desaceleración, afectada por la profundización de la crisis económica internacional y el menor dinamismo del gasto interno. Así, se estima que el sector industrial registre en 2009 la primera caída de su nivel de actividad desde 2002.

Las menores ventas, tanto al exterior como al mercado local, ocasionaron una acumulación en los *stocks* hacia fines del año pasado que llevó a las empresas a reprogramar a la baja sus planes de producción, contrayéndose la actividad manufacturera en el último trimestre de 2008. De este modo, de acuerdo al Estimador Mensual Industrial (EMI), el sector manufacturero habría reducido su ritmo de expansión en más de 2 p.p. con respecto a los años anteriores al acumular un crecimiento interanual de 5,2% en los primeros once meses de 2008 (ver Gráfico III.13).

Considerando los diferentes bloques industriales, la mayoría evidenció un aumento de la actividad en el acumulado del año. Particularmente, se destaca el comportamiento de los sectores transables, donde los automotores y las industrias metálicas básicas fueron los de mayor crecimiento en 2008 (ver Gráfico III.14). También se distingue el comportamiento de algunos bloques destinados principalmente al consumo interno, como los insumos para la construcción (minerales no metálicos), los productos químicos y los de edición e impresión. Sin embargo, los sectores que lideraron el crecimiento industrial durante 2008 registraron significativas caídas o desaceleraciones hacia fines de año, por lo que la expansión manufacturera resultó inferior a la prevista inicialmente y a la registrada en años previos (ver Cuadro III.3). Particularmente, el sector automotriz contrajo sensiblemente su producción en el cuarto trimestre de 2008, ante la acumulación de *stocks* y la disminución de las ventas al exterior y al mercado local en una cuantía mayor al 20% i.a..

Por su parte, la Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) se ubicó durante 2008 levemente por encima del nivel registrado el año previo al alcanzar un promedio de 74,7% a noviembre de 2008. No obstante, con la desaceleración de la actividad industrial en el cuarto trimestre, se observó una menor utilización de plantas y equipos, por lo que en el corto plazo se verían reducidas las inversiones adicionales en pos de ampliar la capacidad de producción.

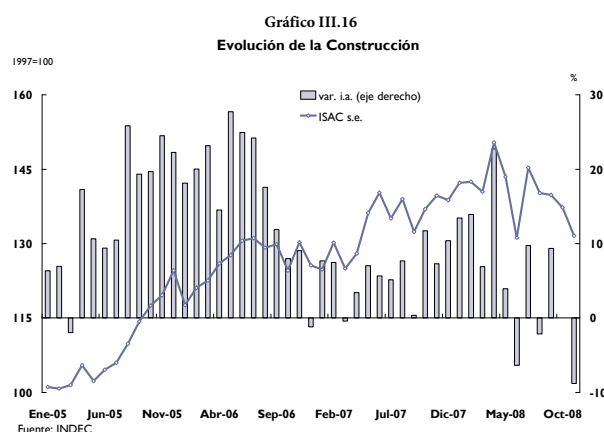
A partir de las expectativas actuales de los empresarios, se espera que la industria continúe desacelerándose en los primeros meses de 2009. La menor expansión de los



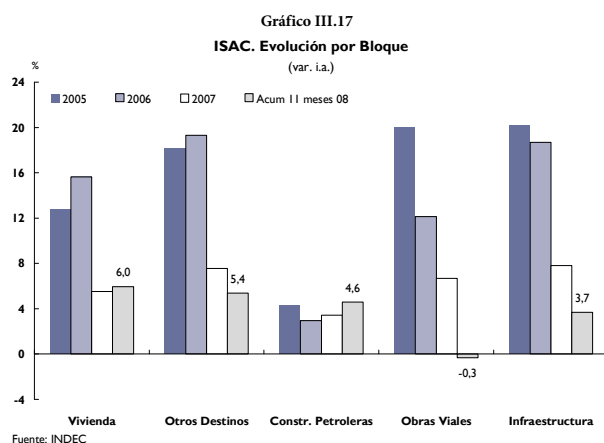
principales socios comerciales seguiría impactando sobre la demanda externa de bienes transables, principalmente automotores y metales básicos, al tiempo que el consumo interno registraría un menor dinamismo (ver Gráfico III.15). No obstante, una vez que el nivel de *stocks* se ajuste al nivel deseado y en la medida que comience a recobrase la demanda externa e interna, podría evidenciarse una estabilización de la producción hacia la segunda mitad de 2009, sumando a esto el efecto positivo que podrían tener los planes gubernamentales de incentivo al consumo sobre la producción local de bienes durables.

Construcción

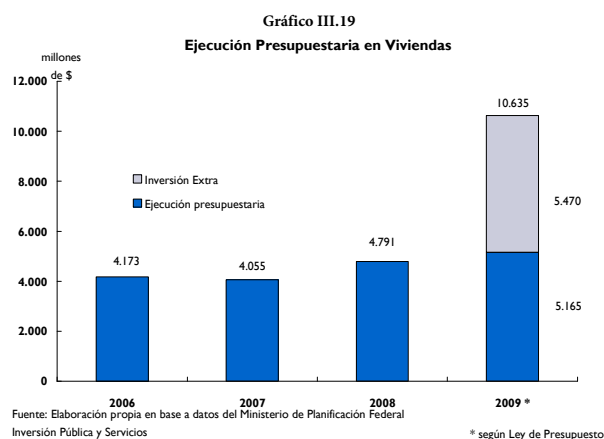
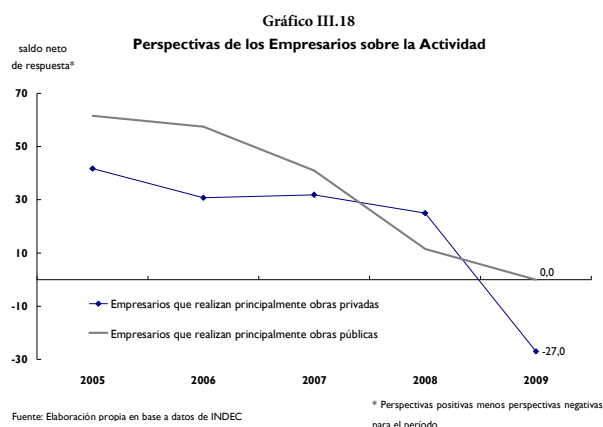
Luego de varios años de fuerte expansión, el sector de la construcción exhibe actualmente un deterioro en su nivel de actividad afectado por el elevado nivel de incertidumbre ante la crisis internacional y el incremento en los costos de financiamiento, entre otros factores. Si bien de acuerdo con el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) el sector acumuló durante 2008 un crecimiento en torno a 5%, en el tramo final del año presentó reducciones en términos interanuales. Se espera que la actividad de la construcción presente en 2009 una variación levemente positiva, evidenciando un comportamiento diferenciado entre las obras privadas y las realizadas principalmente por el sector público (obras de infraestructura y viales), que sostendrían la expansión (ver Gráfico III.16).



En cuanto a la construcción vinculada a las obras privadas, se prevé que en 2009 se evidencie una caída en un contexto de menor demanda, luego de crecer en torno al 5% durante el año pasado (ver Gráfico III.17). A su vez, los costos de financiamiento más elevados impactarían desfavorablemente sobre la rentabilidad del negocio y conjuntamente con la incertidumbre sobre la evolución de los precios de los insumos y de los inmuebles, reducirían las inversiones en el sector. Por otro lado, la construcción se vería afectada negativamente por la baja esperada en la rentabilidad de otros negocios, que disminuirían los excedentes que se podrían invertir en el sector. En este sentido, la encuesta cualitativa a los empresarios del sector y la desaceleración en los permisos de edificación revelan expectativas pesimistas para la actividad en 2009, previéndose a su vez la reducción del personal ocupado en las empresas que realizan principalmente obras privadas (ver Gráfico III.18).



Distinta sería la situación que enfrentaría la construcción vinculada al sector público, luego de ser el segmento menos dinámico durante 2008. En efecto, de acuerdo a la encuesta cualitativa que acompaña los resultados del



Cuadro III.4
Producción de Granos y Algodón

	Récord histórico*	2007-08	2008-09	Var % de producción 2008-09 / 2007-08	Dif. en miles de tns 2008-09 / 2007-08
	miles tns	miles tns	miles tns		
Cereales		44.531	30.972	-30,4	-13.559
Maíz	22.000	22.000	15.500	-29,5	-6.500
Trigo	16.300	16.300	8.800	-46,0	-7.500
Sorgo granífero	8.100	2.937	3.155	7,4	218
Otros		3.294	3.517	6,8	223
Oleaginosas		51.518	53.656	4,1	2.138
Soja	47.461	46.200	49.500	7,1	3.300
Girasol	7.100	4.630	3.454	-25,4	-1.176
Otros		688	702	2,1	14
Algodón		494	421	-14,7	-73
Total		96.543	85.049	-11,9	-11.494

* Indica el récord de producción obtenido para cada cultivo entre las campañas 1979/80 y 2007/08.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de SAGPyA y USDA

ISAC, mejoraron las expectativas de los empresarios que realizan mayormente estas obras, luego de darse a conocer el plan de infraestructura plan “Obras para Todos los Argentinos” (ver Sección VI).

De acuerdo a lo programado, el plan contempla inversiones en infraestructura vinculadas a la energía, la minería, las comunicaciones, el transporte y las viviendas. Específicamente, en el área energética se anunció la construcción de gasoductos, de nuevas centrales térmicas y de líneas de alta tensión. Asimismo, la inversión en viviendas resultaría más de 120% superior a la de 2008 (ver Gráfico III.19).

Adicionalmente, la implementación del plan tendría un efecto positivo sobre el mercado laboral del sector de la construcción, que expulsó trabajadores durante 2008. De todos modos, el impacto del plan a futuro dependerá del grado de ejecución de lo programado.

Sector Agropecuario

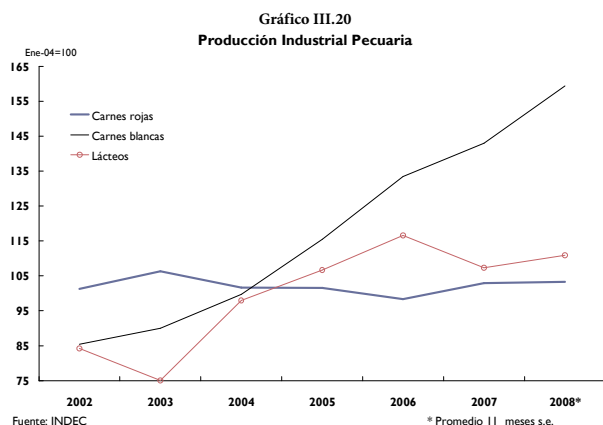
Luego del leve descenso observado en 2008 de la producción agropecuaria¹⁰, el sector continuaría exhibiendo una retracción en sus niveles de actividad durante 2009, debido a las malas condiciones climáticas, la reducción demanda internacional y la menor inversión sectorial por la reducción de los precios (ver Sección II).

Una de las ramas que se vería más afectada es la agrícola, donde las dificultades climáticas (heladas y sequías¹¹), el deterioro de la rentabilidad y las menores inversiones en insumos determinarían una caída significativa de la producción debido a menores rindes y superficies sembradas. En particular, la cosecha 2008/09 ascendería a 85,0 millones de toneladas, 6,5 millones menor a la estimada en el **Informe de Inflación** previo y 11,5 millones inferior a la obtenida durante el transcurso de la campaña anterior (ver Cuadro III.4). Los mayores descensos se registrarían en los cereales, que son los más afectados por las malas condiciones de los suelos y las heladas, en particular el trigo y el maíz. En tanto, la cosecha de soja se vería beneficiada por necesitar menores inversiones para su desarrollo y por su mayor posibilidad de alterar la época de siembra¹², a pesar de que grandes zonas del país presentan condiciones de sequía.

¹⁰ A pesar de la buena campaña agrícola 2007/08, la menor siembra e inversión en la cosecha fina en el ciclo 2008/09 en conjunto con la caída de la producción pecuaria redujo el desempeño de la actividad en 2008 que acumulaba al tercer trimestre una caída de 1,7% de su valor agregado.

¹¹ Diversos factores climáticos afectaron al ciclo agrícola 2008/09. Por un lado, se han presentado períodos de sequía y de falta de aguas en los suelos en los períodos de siembra del trigo y otros granos finos (junio-agosto), y del maíz, soja y otros granos gruesos (octubre-enero) que redujeron la superficie implantada. Adicionalmente, en noviembre se presentaron heladas tardías en el país que disminuyeron el rinde del trigo y otros cultivos.

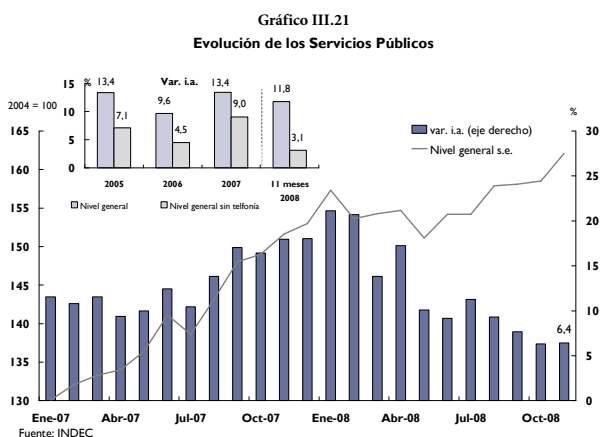
¹² Mientras que el período de implantación del maíz es hasta octubre, el del sorgo hasta noviembre y el del girasol hasta diciembre, las posibilidades de sembrar soja se extienden hasta enero.



Por su parte, luego de registrar un leve incremento durante 2008, la producción pecuaria experimentaría una retracción en el presente año, debido a la reducción de la demanda esperada, tanto a nivel interno como externo. Así, continuaría la tendencia de estancamiento exhibida a lo largo del año pasado, cuando la producción de carne bovina fue afectada por el conflicto agropecuario y la paralización del comercio internacional (entre otros factores). En tanto, la producción primaria de leche también se vería afectada por un descenso de la demanda externa de lácteos y el deterioro de la rentabilidad del negocio, por lo que se estancaría su nivel de actividad, luego de la recuperación observada durante 2008 (ver Gráfico III.20).

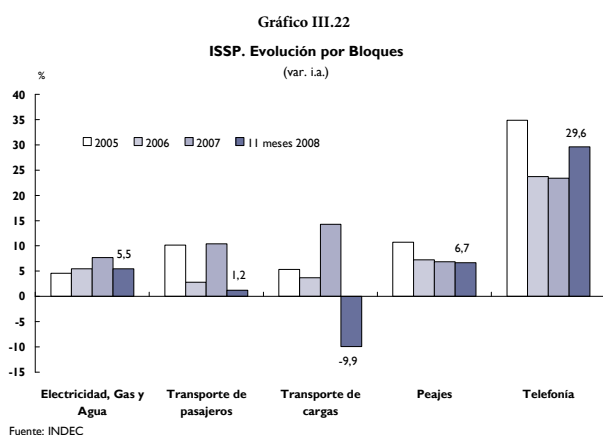
Servicios

El consumo de servicios públicos sigue exhibiendo una desaceleración en su ritmo de expansión, ante la reducción del gasto interno y la maduración de algunos mercados.



De acuerdo al Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP), el consumo acumula un crecimiento de 11,8% en los primeros once meses de 2008 con respecto a igual período del año anterior (ver Gráfico III.21). Esta expansión estuvo explicada por el aumento de la telefonía (29,6% i.a.), cuyo ritmo de crecimiento lentamente se va desacelerando ante la mayor madurez del mercado de telefonía celular (ver Gráfico III.22).

Por su parte, la cantidad de vehículos pasante por peajes y el consumo de servicios energéticos fueron los otros dos sectores que apuntalaron el incremento del uso de servicios públicos. Distinta sería la situación del transporte de cargas, cuyo nivel de actividad exhibe una retracción, ante el menor transporte de granos y el inferior intercambio comercial, y del transporte de pasajeros, que registra un crecimiento de sólo 1%.



Para el corriente año, si bien se espera un crecimiento moderado, se proyecta que algunos sectores exhiban un importante incremento de su capacidad instalada, como ocurre dentro del sector energético, así como en el transporte y los servicios de peaje. En particular, para incentivar las inversiones en el sector, el gobierno autorizó la suba de tarifas para el servicio eléctrico, gas y el transporte (ver Sección VIII). Adicionalmente, las subas dispuestas permitirían a lo largo de 2009 ajustar los subsidios que estaban recibiendo las empresas de servicios públicos.

IV. Empleo y Salarios

IV.1 Síntesis

El cambio en las expectativas de crecimiento económico por el impacto de la crisis internacional se ha visto reflejado desde fines de 2008 en un menor dinamismo del mercado laboral. La desocupación en 2008 habría dejado de descender y para 2009 se espera que registre una leve alza, acompañando la tendencia mundial. En este contexto, resulta probable que se reduzca también la dinámica de variación de los salarios.

La creación de empleo exhibió un menor impulso en la segunda mitad de 2008, luego de venir desacelerándose desde mediados de 2007. Así, la Tasa de Empleo experimentó una caída respecto al año previo aparentando una menor capacidad de la economía de traducir el crecimiento económico en incremento de los puestos laborales. Por su parte, el empleo neto de planes registró un alza en torno a 1% interanual (i.a.), lo que implica que cierto impulso persiste en el mercado laboral (que permite que continúe el traspaso de beneficiarios de planes a puestos de trabajo efectivos), aunque a tasas decrecientes. A futuro, la expansión de la ocupación podría seguir perdiendo dinamismo, de acuerdo a lo evidenciado por los indicadores adelantados. Por su parte, la trayectoria de la Tasa de Actividad, cuya reducción fue la principal causa en explicar la caída del desempleo a lo largo de 2008, también sería determinante en la evolución de la desocupación durante 2009.

En tanto, el nivel de informalidad del mercado laboral se mantendría estable a lo largo de 2009, luego de haberse reducido 3 puntos porcentuales (p.p.) durante 2008, representando al 37% de los ocupados bajo relación de dependencia. Asimismo, en pos de continuar incentivando la formalidad el Gobierno anunció nuevas medidas, que incluyen la reducción de las cargas laborales para los nuevos ocupados y la condonación de deudas.

Durante 2009 se proyecta que el poder adquisitivo de los trabajadores no registre grandes cambios, tal como ha sucedido durante 2008. Si bien recién a partir de marzo comienzan a negociarse los nuevos convenios de trabajo, el menor crecimiento del mercado laboral podría dar lugar a que los aumentos nominales de los salarios sean inferiores a los de 2008, en un contexto donde el nivel de la inflación también sería menor.

Gráfico IV.1

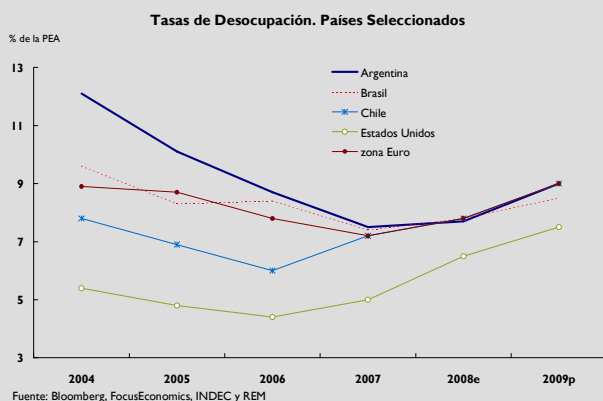
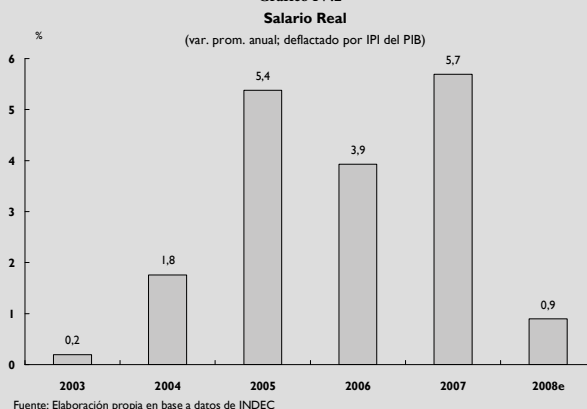
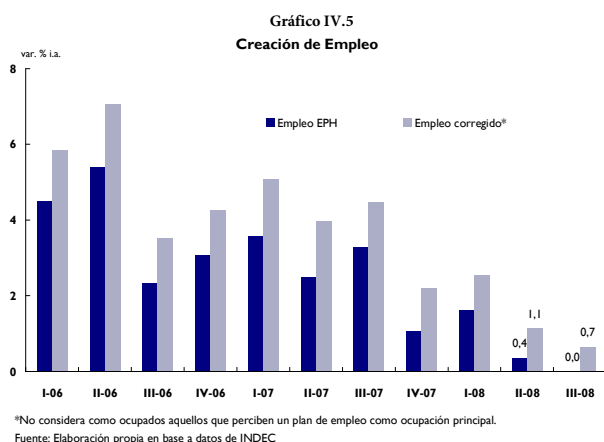
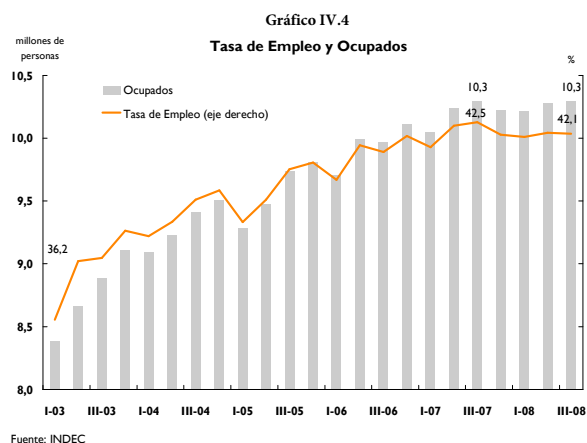
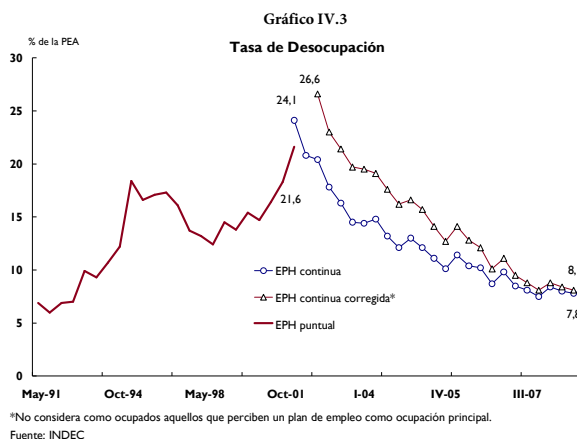


Gráfico IV.2





IV.2 Empleo

El mercado laboral registra en el margen un menor impulso, como consecuencia de la desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía y del deterioro de las perspectivas macroeconómicas. A pesar de ello, los datos de la desocupación se mantienen en niveles reducidos en términos históricos y en valores similares a los de otras economías emergentes y desarrolladas, dado que el crecimiento de los últimos años se vio reflejado en una fuerte creación de nuevas fuentes de trabajo (ver Gráfico IV.1).

En particular, en el último trimestre de 2008 la Tasa de Desocupación se habría ubicado unas décimas por encima de la registrada a fines de 2007 (7,5% de la Población Económicamente Activa -PEA¹³-). El aumento del desempleo se habría originado por la menor dinámica de la creación de nuevos puestos de trabajo, en un contexto donde la oferta laboral habría seguido exhibiendo una pequeña reducción respecto al año previo. El cambio en la tendencia de la trayectoria de la desocupación se produjo a fines del año pasado, dado que aún en el tercer trimestre los niveles de desempleo se ubicaban por debajo de los registros de 2007. En particular, en el tercer trimestre de 2008 la Tasa de Desocupación fue de 7,8% de la PEA, 0,3 puntos porcentuales (p.p.) menor a la cifra del año previo¹⁴, mientras que la tasa corregida por planes de empleo se ubicó en 8,1% de la PEA, marcando una reducción interanual de 0,7 p.p. (ver Gráfico IV.3).

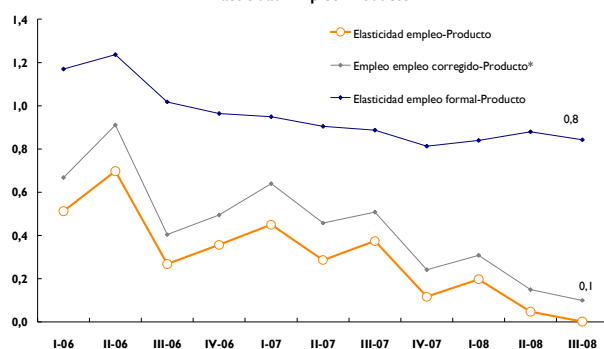
Por su parte, ya los últimos datos daban cuenta de una estabilidad de la ocupación, que en el tercer trimestre de 2008 se habría ubicado en valores similares a los de un año atrás (ver Gráfico IV.4). Por su parte, el número de ocupados neto de los planes de trabajo gubernamentales registró también una desaceleración y alcanzó en el mismo período un alza de 0,7% interanual (i.a.; ver Gráfico IV.5).

Con todo, durante 2008 la elasticidad empleo-Producto fue la menor de los últimos años, ubicándose en promedio en torno a 0,1, muy por debajo de la media observada entre 2004 y 2007 (0,4). La caída se debió mayormente al menor ritmo de expansión de la ocupación en algunos segmentos de la economía tales como la construcción. Neta de planes de trabajo oficiales, la elasticidad es algo mayor (0,2), aunque también permanece por debajo de los registros de los cuatro años previos (0,6; ver Gráfico IV.6).

¹³ Personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo.

¹⁴ Los valores del tercer trimestre de 2007 fueron estimados por el INDEC dado que no se habían relevado todos los aglomerados.

Gráfico IV.6
Elasticidad Empleo-Producto



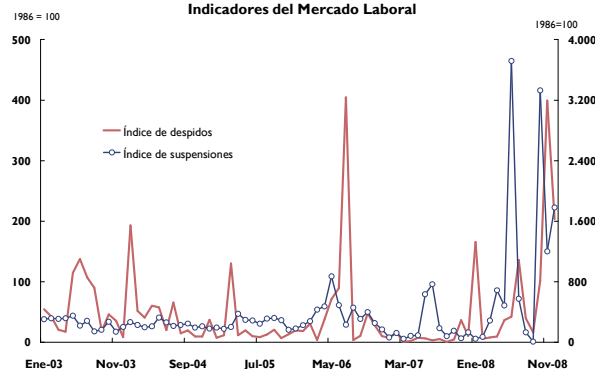
*No considera como ocupados aquellos que perciben un plan de empleo como ocupación principal.
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Cuadro IV.1
Ocupados del Sector Privado Registrado
Tercer Trimestre de 2008

Rama de Actividad	Ocupados personas	Participación sobre total %	Variación interanual	
			Absoluta personas	en %
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	325.589	5,6	13.203	4,2
Pesca	12.321	0,2	-314	-2,5
Explotación de minas y canteras	49.200	0,8	3.567	7,8
Industria manufacturera	1.182.995	20,4	52.906	4,7
Electricidad, gas y agua	55.335	1,0	1.666	3,1
Construcción	409.036	7,0	-5.484	-1,3
Comercio	1.017.508	17,5	80.301	8,6
Hoteles y restaurantes	207.411	3,6	16.134	8,4
Intermediación financiera	172.018	3,0	9.730	6,0
Actividades inmobiliarias	725.686	12,5	48.767	7,2
Administración pública y defensa	24.479	0,4	1.229	5,3
Enseñanza	386.349	6,7	12.131	3,2
Servicios sociales y de salud	215.210	3,7	12.731	6,3
Otras actividades de servicios	467.521	8,1	15.081	3,3
Servicio doméstico	64.087	1,1	15	0,0
Empleadores no residentes	1.857	0,0	43	2,4
No clasificada	9.735	0,2	-7.933	-44,9
Total	5.804.429	100,0	288.609	5,2

Fuente: INDEC

Gráfico IV.7
Indicadores del Mercado Laboral



Fuente: Tendencias Económicas y Financieras

En línea con lo anterior, el empleo formal también exhibe un ritmo más moderado de creación de nuevos puestos laborales, aunque en niveles significativamente superiores a los registros totales, lo que da lugar a una nueva caída de la informalidad. De acuerdo al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP), el empleo registrado creció 5,5% i.a. en el tercer trimestre del año, lo que implica una elasticidad empleo formal-Producto de 0,8, similar a la de los trimestres previos y a la observada durante 2007 (0,9).

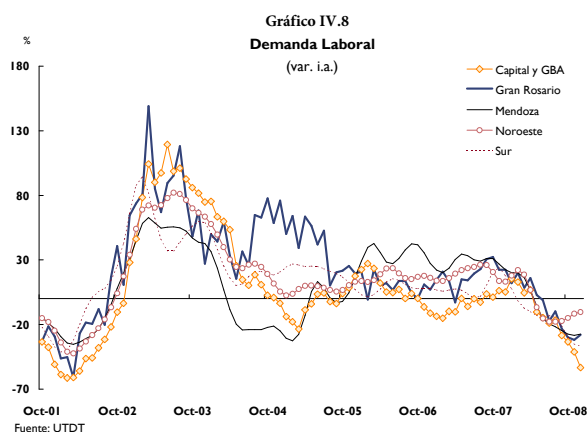
Desagregando por sectores de actividad dentro del empleo privado formal, se observa en el tercer trimestre de 2008 que los productores de servicios siguen siendo los principales segmentos en contribuir a la creación de nuevos puestos laborales. En particular, se destacan el comercio, los hoteles y restaurantes y las actividades inmobiliarias, que experimentan subas de 8,6% i.a., 8,4% i.a. y 7,2% i.a., respectivamente (ver Cuadro IV.1). Por su parte, dentro de los sectores productores de bienes se mantiene una importante dinámica en la industria manufacturera, principal generador de empleos privados registrados del país, en tanto que la construcción exhibe un leve descenso.

A futuro, la creación de nuevos puestos de trabajo formal exhibiría un menor impulso, teniendo en cuenta que los indicadores adelantados de demanda laboral han seguido profundizando su descenso a lo largo del cuarto trimestre, en un contexto donde los despidos y suspensiones, si bien aún no muy significativos respecto a la ocupación total, se ubicaron en los mayores niveles desde el inicio del actual ciclo expansivo (ver Gráfico IV.7). El Índice de Demanda Laboral (IDL) que confecciona la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT¹⁵) pasó de exhibir variaciones positivas superiores a 10% i.a. en los primeros meses de 2008, a reducciones del orden de 40% i.a. en todos los centros urbanos relevados (ver Gráfico IV.8).

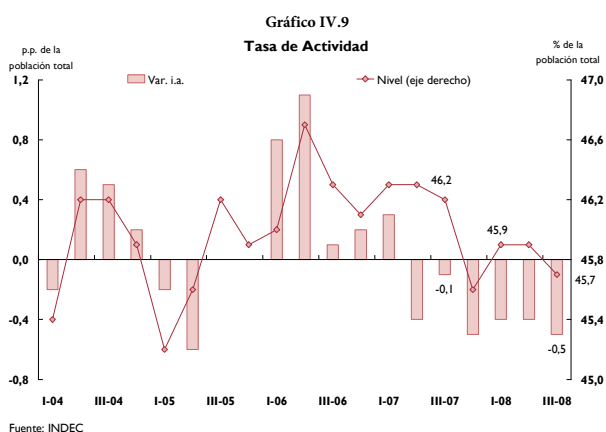
En este marco, el gobierno anunció nuevas medidas para incrementar la formalización de los asalariados. Por un lado, la Ley N° 26.476¹⁶ permite un blanqueo de relaciones laborales preexistentes al 31 de diciembre de 2007 y una reducción de las contribuciones patronales por nuevos empleos, que apuntan a sostener el número de los empleos formales. Adicionalmente, el plan de obras públicas anunciado recientemente (plan Obras para Todos los Argentinos) podría significar un aumento de los ocupados en la construcción (ver Sección III).

¹⁵ El IDL mide la actividad del mercado de trabajo a través del volumen de avisos solicitando personal que se publican en la prensa escrita y tiene una elevada correlación con el comportamiento de los datos de la Encuesta de Indicadores Laborales.

¹⁶ Publicada en el Boletín Oficial del 24 de diciembre de 2008.



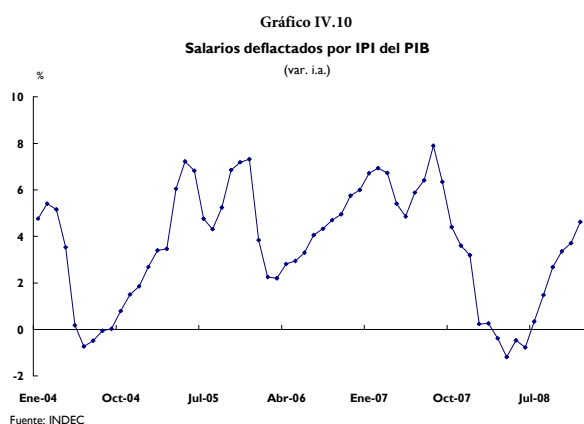
Por su parte, la oferta laboral siguió descendiendo respecto al máximo observado en el segundo y tercer trimestre de 2007 en términos de la población total. Este menor ingreso neto de individuos a la fuerza laboral podría explicarse, entre otros factores, por la salida del mercado de trabajo de muchos de los beneficiarios del Plan de Inclusión Previsional¹⁷ a lo que se le podría adicionar la menor búsqueda de empleo de la población ante las menores posibilidades de conseguir una nueva ocupación. En el tercer trimestre de 2008 la Tasa de Actividad representó al 45,7% de la población total, 0,2 p.p. por debajo del trimestre previo y 0,5 p.p. menor que la estimación del mismo período de 2007. De este modo, la reducción de la oferta laboral en 2008 fue el principal factor en explicar el descenso de la desocupación. En el corriente año se espera que la participación de la fuerza laboral se mantenga estable, en un contexto de menor crecimiento económico (ver Gráfico IV.9).



Para 2009 se prevé que la tasa de desempleo muestre una ligera variación positiva como resultado de la desaceleración del crecimiento económico, aunque su suba podría resultar mayor en caso de que aumente la participación de la población en la fuerza laboral. De esta forma, el comportamiento del desempleo en Argentina estaría en consonancia con el incremento registrado en el resto de las economías mundiales, si bien se espera que este fenómeno resulte de menor magnitud en nuestro país, dada la expectativa de que continúe el crecimiento económico (ver Gráfico IV.1).

IV.3 Salarios e Ingresos

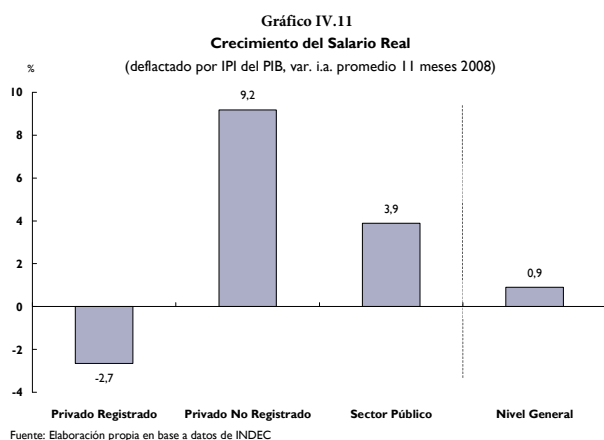
El incremento de los salarios reales se habría desacelerado durante 2008, luego de registrarse un sostenido incremento del poder adquisitivo en años anteriores (ver Gráfico IV.2). A pesar de la fuerte recuperación salarial real en los últimos meses de 2008 favorecida por una menor inflación, el poder adquisitivo de los asalariados registró una expansión moderada en promedio durante el año pasado utilizando como deflactor el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB¹⁸ (ver Gráfico IV.10).



El comportamiento de las remuneraciones reales fue heterogéneo entre los distintos segmentos del mercado laboral. El Sector privado no registrado fue el que lideró el crecimiento salarial durante 2008, con un alza promedio en torno al 9% (ver Gráfico IV.11). La aceleración en el incremento de los ingresos de este segmento coincide con el aumento de los precios de los alimentos, compo-

¹⁷ El plan era un mecanismo de regularización para convertir en beneficiarios del SIJyP principalmente a aquellas personas que, teniendo la edad para jubilarse, no realizaron los aportes necesarios y se implementó mediante las Leyes N° 24.476/1995, N° 25.865/2004 y N° 25.994/2004.

¹⁸ Los datos del IPI del PIB corresponden a los datos mensualizados de los valores trimestrales publicados por el INDEC. Para los períodos no disponibles se realizan estimaciones propias.



nente principal de la canasta de consumo de este sector, por encima del resto de los bienes y servicios. Asimismo, podrían haber influenciado las mejoras salariales en este segmento los aumentos escalonados en el Salario Mínimo, Vital y Móvil, que implicaron una suba nominal de 28% en el año.

En el Sector público los salarios reales continuaron creciendo durante 2008, aunque por debajo del año anterior. En tanto, en el caso de los trabajadores del Sector privado registrado se habría observado una baja durante el año, dado que las subas nominales contempladas en las negociaciones salariales fueron compensadas por la variación de los precios y la suba de las alícuotas de los aportes jubilatorios.

En tanto, se espera que las remuneraciones reales se mantengan relativamente estables durante el presente año. Si bien se prevé que las subas nominales sean menores a las de 2008, en línea con la evolución proyectada de las variables ocupacionales, también se espera una reducción de la inflación.

V. Sector Externo

V.1 Síntesis

Las ventas externas alcanzaron un nuevo máximo histórico en 2008, finalizando en torno a US\$72.000 millones (29% i.a.), impulsadas en gran medida por las subas de precios del primer semestre. De todas formas, las exportaciones no pudieron aislarse del contexto de retracción generalizada del comercio mundial, mostrando una abrupta desaceleración sobre el final del año, a partir de los menores embarques de productos agropecuarios. Adicionalmente, se registró un descenso de los precios de exportación, que empezaron a reflejar la baja de las cotizaciones internacionales de las materias primas observada desde mediados de año.

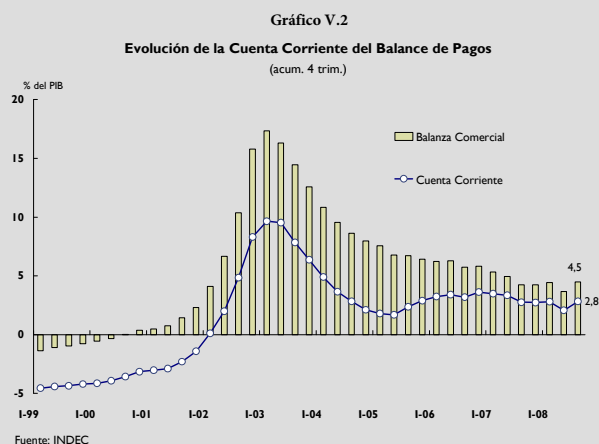
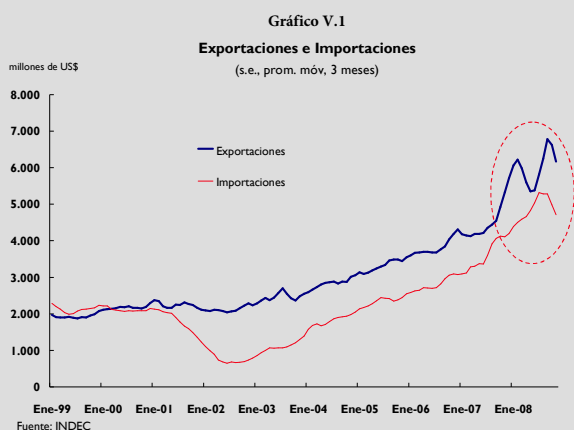
Las compras externas habrían totalizado alrededor de US\$58.000 millones, nuevo récord histórico, con una suba de 30% i.a.. Aún así, las importaciones también mostraron una considerable desaceleración en el último trimestre de 2008, que afectó a todos los rubros y habría estado vinculada a la moderación del ritmo de crecimiento económico y a los menores precios de los combustibles y los insumos industriales. De este modo, la balanza comercial habría presentado en 2008 un excedente superior a US\$13.000 millones, mayor incluso al observado en 2007, manteniéndose como el principal sostén del superávit de la Cuenta Corriente, que alcanzó su séptimo año consecutivo en terreno positivo, totalizando aproximadamente US\$8.500 millones (2,6% del PIB). En este sentido, el aumento del superávit comercial contrarrestó el mayor egreso neto en concepto de intereses y utilidades.

Para 2009 se espera un menor dinamismo tanto de las exportaciones como de las importaciones, en un marco de retracción del comercio mundial, hecho inédito desde 1982. Las ventas externas podrían caer por primera vez en siete años, afectadas principalmente por un descenso de los precios de las materias primas. Adicionalmente, las cantidades exportadas también mostrarían una leve disminución, asociada en gran medida a la menor cosecha de granos, en particular de maíz y trigo. Las cantidades vendidas de combustibles, en tanto, continuarían la trayectoria descendente que vienen registrando desde hace varios años, a la vez que las exportaciones industriales mostrarían una desaceleración, en línea con la menor expansión de los principales socios comerciales de nuestro país.

Las importaciones también exhibirían una contracción, originada principalmente en menores precios de combustibles y bienes intermedios, lo que ayudaría a compensar el descenso de las ventas externas y acotar la disminución del saldo comercial, que se ubicaría en torno a US\$6.000 millones.

En la balanza de servicios se espera una disminución de los egresos por servicios de transporte a causa del menor volumen de intercambio de mercancías y del abaratamiento de los costos de fletes. Con respecto a la cuenta de Rentas de la inversión, se observaría un ligero aumento del saldo negativo por intereses y utilidades. De este modo, la Cuenta Corriente, pese a mostrar una contracción, registraría superávit por octavo año consecutivo.

La Cuenta Capital y Financiera habría terminado 2008 con un déficit cercano a US\$9.000 millones, explicado principalmente por la Formación de activos externos del sector privado, en un contexto de crisis internacional que implicó un egreso generalizado de fondos en los mercados emergentes.



Cuadro V.1
Balance de Pagos. Cuenta Corriente
(millones de US\$)

	III-07	IV-07	2007	I-08	II-08	III-08	Var. 9m 08 / 9m 07
Cuenta Corriente	725	3.014	7.121	1.616	785	3.538	1.832
Cuenta Corriente, anualizada en % del PIB	1,2	4,6	2,7	2,3	1,1	4,4	-0,3
Mercancías	2.305	4.603	13.255	3.804	2.879	5.769	3.800
Exportaciones fob	14.347	16.622	55.780	16.008	17.464	21.434	15.749
Importaciones fob	12.042	12.020	42.525	12.205	14.585	15.665	11.950
Servicios reales	-376	56	-522	-308	-357	-396	-483
Exportaciones de servicios	2.380	3.066	10.306	2.979	2.701	2.904	1.344
Importaciones de servicios	2.756	3.010	10.828	3.287	3.058	3.301	1.828
Rentas	-1.275	-1.712	-5.929	-1.936	-1.789	-1.859	-1.367
Renta de la inversión	-1.255	-1.692	-5.856	-1.921	-1.775	-1.844	-1.376
Intereses	-103	-178	-613	-286	-345	-359	-555
Ganados	1.362	1.286	5.088	1.141	1.028	1.012	-620
Pagados	1.465	1.464	5.701	1.426	1.373	1.370	-68
Utilidades y Dividendos	-1.152	-1.515	-5.243	-1.635	-1.430	-1.485	-822
Ganados	396	338	1.485	396	389	384	22
Pagados	1.548	1.853	6.728	2.031	1.809	1.869	833
Otras Rentas	-20	-20	-73	-16	-14	-15	8
Transferencias corrientes	71	67	318	56	52	24	-119

Fuente: INDEC

V.2 Cuenta Corriente

La Cuenta Corriente alcanzó en 2008 el séptimo año superavitario consecutivo, completando el ciclo más largo de saldos positivos en más de un siglo. Apoyada en el importante excedente comercial de bienes, el saldo de Cuenta Corriente habría representado alrededor de 2,6% del Producto, manteniéndose en niveles similares a los de 2007 (ver Cuadro V.1). Medido en dólares, en tanto, el superávit externo habría sido cercano a US\$8.500 millones, superando el del año previo (US\$7.121 millones).

El déficit de la balanza de servicios reales se habría mantenido en niveles acotados, presentando un ligero incremento con respecto a 2006 y 2007, a partir de una suba de las importaciones mayor al alza de las exportaciones. En particular, se habría registrado un aumento de los egresos en concepto de servicios de transporte, parcialmente compensado por el crecimiento de los ingresos por servicios empresariales, profesionales y técnicos, ítem que muestra un desarrollo sostenido desde 2002. Asimismo, el resultado de la cuenta de viajes habría finalizado con un leve deterioro, aunque manteniéndose en terreno positivo (ver Gráfico V.3).

Luego de tres años de reducción, el déficit de la cuenta de Rentas de la inversión habría vuelto a expandirse en 2008. Este fenómeno respondería, por un lado, a la disminución de los intereses ganados, tanto los correspondientes a las Reservas Internacionales como a los de los activos externos del sector privado, en un contexto internacional de tasas de interés más bajas. Por otro lado, se habría registrado un incremento de los egresos en concepto de utilidades y dividendos, que reflejan un aumento de la renta de la Inversión Extranjera Directa (IED) radicada en el país¹⁹ (ver Gráfico V.4).

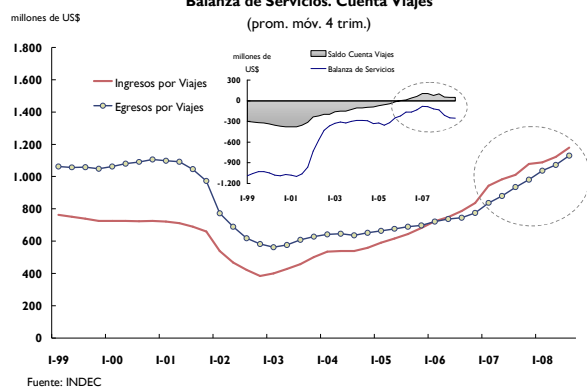
Para 2009 se espera que, pese a mostrar una contracción, la Cuenta Corriente se mantenga por octavo año consecutivo en terreno positivo. La disminución del saldo estaría principalmente explicada por la reducción del excedente comercial de mercancías, en un escenario de precios internacionales más bajos que en 2008.

Balanza Comercial²⁰

Beneficiada por las elevadas cotizaciones de las materias primas durante la primera mitad del año, la balanza comercial de mercancías habría finalizado 2008 con un superávit cercano a US\$13.500 millones, el mayor de los

Gráfico V.3

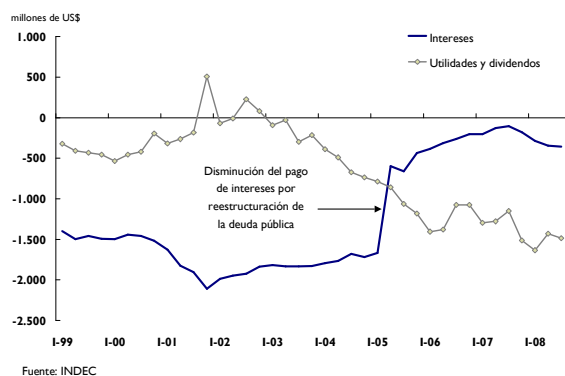
Balanza de Servicios. Cuenta Viajes
(prom. móv. 4 trim.)



Fuente: INDEC

Gráfico V.4

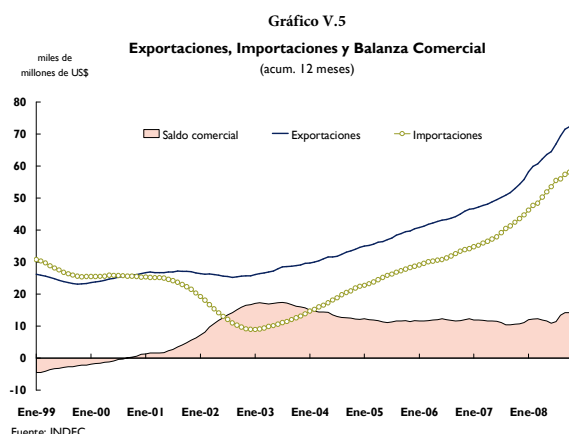
Rentas de la Inversión



Fuente: INDEC

¹⁹ El BCRA publicó un relevamiento sobre "Las Inversiones Directas en Empresas Residentes", con información del período 2005-2007.

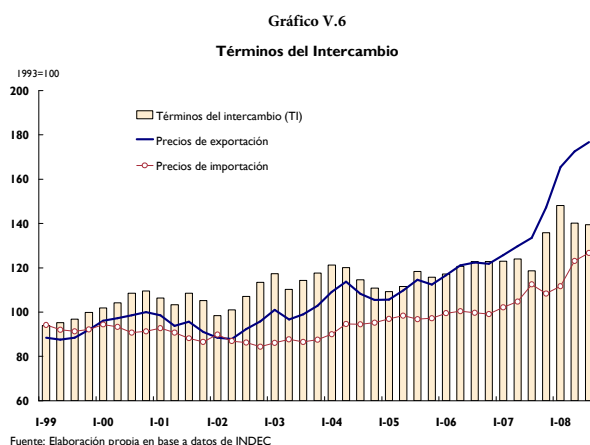
²⁰ En esta sección de Balanza Comercial se consideran las importaciones *Cost of Insurance and Freight* (CIF; incluyendo el costo del seguro y fletes) mientras que en el Balance de Pagos son contabilizadas en términos *Free on Board* (FOB; puesto a bordo), ya que los gastos de transporte se registran en la balanza de servicios.



Cuadro V.2
Exportaciones por Grandes Rubros

Rubro	Primeros 11 meses					
	millones de US\$		Variación % i.a.			Contribución % a la var. i.a.
	2007	2008	Total	Precios	Cantidades	
Productos primarios	11.200	15.774	40,8	45	-3	28,3
MOA	17.214	22.504	30,7	42	-8	32,7
MOI	15.404	20.520	33,2	10	21	31,6
MOI sin Material de transporte	10.611	14.333	35,1			23,0
Material de transporte	4.793	6.187	29,1			8,6
Combustibles y energía	6.276	7.471	19,0	38	-14	7,4
TOTAL	50.094	66.269	32,3	30	2	100,0

Fuente: INDEC



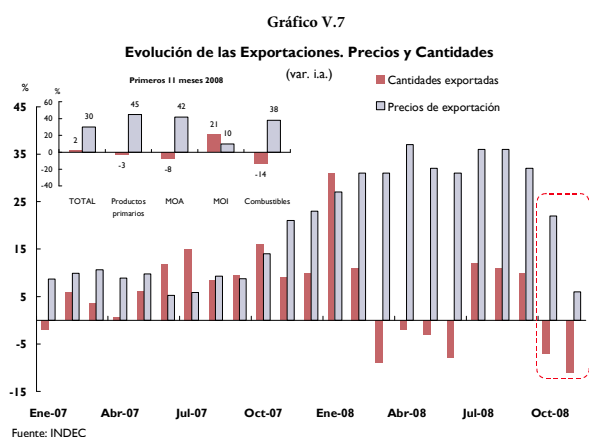
últimos cinco años. Tanto las exportaciones como las importaciones se expandieron con fuerza, superando las previsiones vigentes en enero de 2008 y alcanzando nuevos máximos históricos (ver Gráfico V.5).

Las ventas externas habrían registrado un incremento cercano a 29% i.a., ubicándose en torno a US\$72.000 millones, lo que constituye un avance de 170% con respecto a los niveles de principios de la presente década. Las compras externas, por su parte, habrían totalizado aproximadamente US\$58.000 millones (30% i.a.), casi triplicando el registro de 2001.

La expansión de las exportaciones durante 2008 estuvo en gran medida impulsada por los precios, que registraron un incremento de 30% i.a. en los primeros once meses del año, alentados por la fuerte suba de las cotizaciones internacionales de las principales materias primas que exporta el país registrada en la primera mitad del año (ver Cuadro V.2 y Gráfico V.6). Si bien el encarecimiento de los *commodities* impactó también en los precios de importación (+12% i.a.), principalmente a través del petróleo y los minerales y metales, durante 2008 los Términos del intercambio se mantuvieron en alza, alcanzando niveles máximos de las últimas tres décadas. Sin embargo, el impulso de los precios de exportación se diluyó sobre el final del año, afectado por la abrupta caída de las cotizaciones de los *commodities* registrada en el segundo semestre, en un contexto económico internacional marcadamente deteriorado (ver Sección II).

Las cantidades exportadas también mostraron una evolución errática a lo largo del año, expandiéndose en términos interanuales en el primer y el tercer trimestre y cayendo en el segundo y el cuarto (ver Gráfico V.7). Parte de este fenómeno puede explicarse a partir del conflicto agropecuario, que alteró la estacionalidad de los embarques en el segundo y el tercer trimestre. La disminución registrada en los últimos meses del año respondió a los menores embarques de productos agropecuarios, tanto primarios como manufacturados, afectados, entre otros factores, por las restricciones crediticias que surgieron como consecuencia de la crisis financiera internacional y que obstaculizan el normal funcionamiento del comercio mundial (ver Apartado 3). De este modo, los volúmenes despachados acumularon en los primeros once meses del año un aumento de 2% i.a..

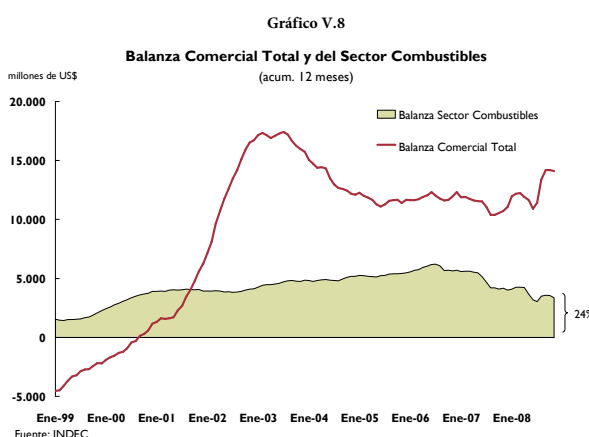
Analizando a nivel de rubros, las exportaciones de Productos primarios (PP) mostraron un crecimiento de 40,8% i.a. en los primeros once meses del año, que estuvo liderado por las mayores ventas externas de trigo (63% i.a.), maíz (58% i.a.) y soja (40% i.a.), impulsadas principalmente por los precios, dado que las cantidades



cayeron. En tanto, las exportaciones de Manufacturas de origen agropecuario (MOA) tuvieron un incremento de 30,7% i.a., sostenido por las ventas de derivados oleaginosos, principalmente aceite (20% i.a.) y *pellets* de soja (29% i.a.). Aunque de menor peso relativo que los subproductos de soja, también mostraron fuertes subas las harinas (69% i.a.), los lácteos (39% i.a.) y las carnes (26% i.a.).

Sobre el final del año, las ventas de productos agropecuarios primarios y manufacturados fueron responsables de buena parte de la desaceleración de las exportaciones totales. En parte para contrarrestar el efecto de los menores precios sobre la rentabilidad de los agricultores, el Gobierno decidió una rebaja de 5 p.p. en las alícuotas de Derechos de exportación del trigo, el maíz y sus derivados²¹. Además, se dispuso una flexibilización de las regulaciones para la exportación de granos²².

El crecimiento de 19% i.a. de las ventas externas de Combustibles estuvo explicado exclusivamente por los mayores precios, que acompañaron la trayectoria de la cotización del petróleo, ascendente durante la primera parte del año y descendente al final. Los volúmenes de Combustibles despachados, en cambio, mostraron una caída de 14% i.a. en el período enero-noviembre, siguiendo la tendencia de los últimos años, en los cuales se observó una sostenida expansión de la demanda interna.



Las exportaciones de Manufacturas de origen industrial (MOI) registraron una suba de 33,2% i.a., siendo el único rubro que mostró un alza de cantidades (21% i.a.). Las exportaciones automotrices, que aumentaron 29% i.a., continuaron siendo uno de los principales sostenes de las ventas externas industriales. Los embarques de automotores y autopartes destinados a Brasil crecieron 52% i.a., con lo cual siguieron ganando participación en el total exportado. En este sentido, en los primeros once meses de 2008 los envíos al principal socio del Mercosur representaron más de dos tercios de las exportaciones del sector. Otros rubros industriales que presentaron importantes aumentos de sus ventas externas fueron las máquinas y aparatos (27% i.a.), los metales y sus manufacturas (25% i.a.) y los plásticos (24% i.a.), a la vez que los productos químicos mostraron un alza de 55% i.a., en buena parte explicada por el fuerte aumento de los embarques de biodiesel, que pasaron de US\$79 millones en el período enero-noviembre de 2007 a más de US\$790 millones en igual lapso de 2008.

²¹ Resolución Conjunta Ministerio de la Producción N° 26/2008 y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas N° 28/2008, y Resolución Conjunta Ministerio de la Producción N° 27/2008 y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas N° 29/2008.

²² La Resolución ONCCA N° 2/2009 amplía el plazo de embarque para los operadores que adelanten el pago de los Derechos de exportación.

Cuadro V.3
Importaciones por Uso Económico

Uso Económico	Primeros 11 meses					
	millones de US\$		Variación % i.a.			Contribución % a la var. i.a.
	2007	2008	Total	Precio	Cantidad	
Bienes de capital	9.306	11.723	26,0	-	26	18,4
Equipo de transporte industrial	1.797	2.529	40,7			5,6
Otros bienes de capital	7.509	9.193	22,4			12,8
Bienes intermedios	14.134	19.055	34,8	29	4	37,5
Combustibles y lubricantes	2.659	4.177	57,1	56	1	11,6
Piezas y acc. para bienes de capital	7.400	9.426	27,4	1	26	15,4
Bienes de consumo	4.736	5.818	22,8	4	27	8,2
Vehículos automotores de pasajeros	2.485	3.661	47,3			9,0
Resto	106	95	-10,4	-	-	-0,1
TOTAL	40.826	53.955	32,2	12	18	100,0

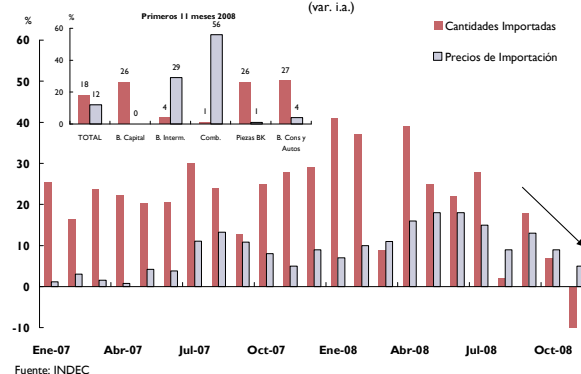
Fuente: INDEC

Por su parte, la evolución de las importaciones a lo largo de los primeros once meses de 2008 (32,2% i.a.) mostró un crecimiento conjunto de los precios (12% i.a.) y de las cantidades importadas (18% i.a.). En el primer caso, el traslado de las elevadas cotizaciones internacionales de los *commodities* se dio a través de un encarecimiento de los Combustibles (56% i.a.) y los Bienes intermedios (29% i.a.) importados (ver Cuadro V.3). El incremento de las cantidades importadas, en tanto, respondió principalmente a los mayores volúmenes de Bienes de capital y sus piezas (26% i.a.) y de Bienes de consumo (27% i.a.).

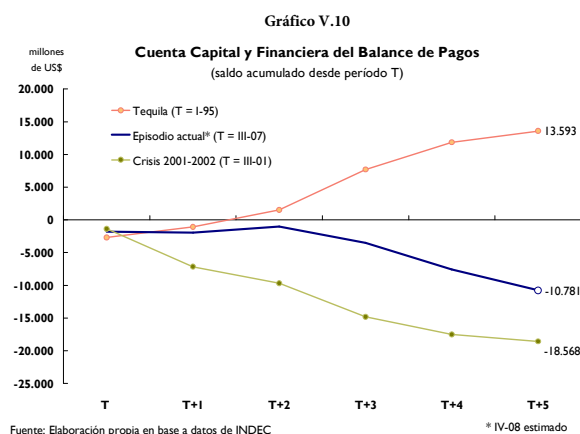
No obstante, al igual que lo sucedido con los volúmenes de exportación, en el último trimestre del año se observó una reversión del crecimiento de las cantidades importadas, en un contexto de restricciones del crédito internacional y fuerte deterioro de las expectativas de expansión económica (ver Gráfico V.9). Las cantidades importadas de Bienes de capital y sus piezas pasaron de crecer en torno a 33% i.a. en los primeros nueve meses del año a subir sólo 3% i.a. en el período octubre-noviembre, reflejando entre otros factores el impacto de la crisis internacional sobre la inversión en maquinaria y equipo.

Los volúmenes de importación de Bienes de consumo también sintieron el menor nivel de actividad económica, pasando de crecer 32% i.a. en los primeros nueve meses a subir sólo 8% en el bimestre siguiente. Además, la desaceleración fue más pronunciada en el caso de los bienes de consumo durable, como electrodomésticos y automotores, en general más sensibles a cambios en las perspectivas económicas. Asimismo, las cantidades importadas de Bienes intermedios y Combustibles, que en los primeros tres trimestres del año habían crecido 9% i.a. y 5% i.a., respectivamente, presentaron caídas de 13% i.a. y 23% i.a. en el período octubre-noviembre. Esta baja de las compras de Bienes intermedios estaría vinculada con la evolución de la industria (ver Sección III).

Gráfico V.9
Evolución de las Importaciones. Precios y Cantidades
(var. i.a.)



En 2009 las exportaciones mostrarían la primera caída en siete años, afectadas en gran medida por una baja de precios en torno a 10% i.a.. Adicionalmente, las cantidades exportadas también exhibirían una leve disminución, asociada a la menor cosecha de granos, en particular de maíz y trigo (ver Sección III). Asimismo, las cantidades vendidas de combustibles mantendrían la trayectoria descendente que vienen registrando desde hace varios años, a la vez que las exportaciones industriales se desacelerarían, en línea con el deterioro de la economía mundial. No obstante, las importaciones también podrían exhibir una contracción, originada en gran medida en una baja de precios de combustibles y bienes intermedios, lo que ayudaría a compensar el descenso de las ven-



tas externas y acotar la disminución del saldo comercial, que se ubicaría en torno a US\$6.000 millones.

V.3 Cuenta Capital y Financiera

El escenario internacional de crisis incluyó una salida generalizada de capitales en los mercados emergentes. En nuestro país, la Cuenta Capital y Financiera habría terminado 2008 con un egreso neto cercano a US\$9.000 millones, que supera al registrado durante el episodio del Tequila aunque todavía es menor al de la crisis de 2001-2002, principalmente explicado por la Formación de activos externos del sector privado. No obstante, las acciones llevadas a cabo por el BCRA contribuyeron a reducir el impacto de los movimientos de capitales sobre la economía real (ver Gráfico V.10).

La Ley de Regularización Impositiva y Repatriación de Capitales²³, promulgada a fin de diciembre, tiene entre sus objetivos promover la repatriación de fondos que no estuvieran declarados. Esto abarca tanto divisas como otros activos externos que sean propiedad de residentes.

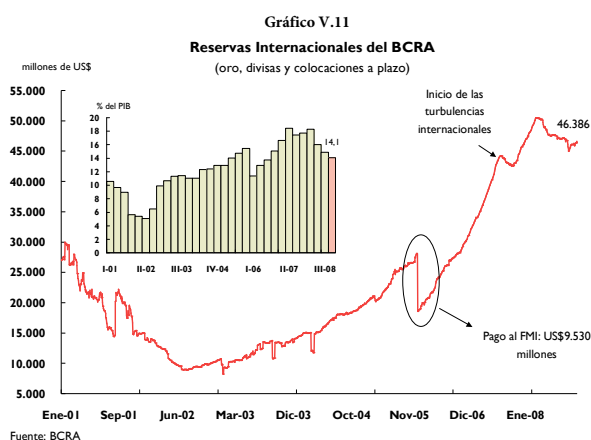
Por su parte, la cuenta financiera del Sector público no financiero registró un egreso neto de poco más de US\$1.000 millones, el primer saldo negativo desde 2001, en un contexto internacional adverso para la colocación de nueva deuda (ver Cuadro V.4).

Cuadro V.4
Balance de Pagos. Cuenta Capital y Financiera
(millones de US\$)

	III-07	IV-07	2007	I-08	II-08	III-08	Var. 9m 08 / 9m 07
Cuenta capital y financiera	-1.804	-168	5.382	964	-2.531	-4.042	-11.159
Cta. capital y fin. (c/errores y omisiones)	-1.566	-73	5.979	1.910	-3.406	-3.588	-11.136
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	-2,9	-0,3	2,1	1,4	-3,4	-5,1	-5,6
Cuenta capital	97	1	112	44	13	77	23
Cuenta financiera	-1.901	-169	5.269	920	-2.544	-4.119	-11.181
Sector Bancario	1.021	346	1.567	249	535	1.085	648
BCRA	860	642	1.493	-146	232	1.198	432
Otras entidades financieras	161	-295	74	395	303	-114	215
Sector Público no Financiero	-120	768	2.432	-508	866	-183	-1.489
Sector Privado No Financiero	-2.803	-1.284	1.269	1.179	-3.945	-5.020	-10.339
Errores y Omisiones Netos	238	95	597	946	-875	454	23
Variación de Reservas Internacionales	-842	2.941	13.098	3.526	-2.621	-49	-9.302

Fuente: INDEC

La deuda externa total (pública y privada) alcanzó a fin de septiembre un nivel de US\$127.919 millones, reflejando una importante reducción de US\$3.400 millones a lo largo del tercer trimestre del año, determinada exclusivamente por el desendeudamiento del Sector público. De este modo, el ratio de Deuda externa/Producto continua en disminución, ubicándose 40,3% del PIB, nivel que no se observaba desde fines de 1996.



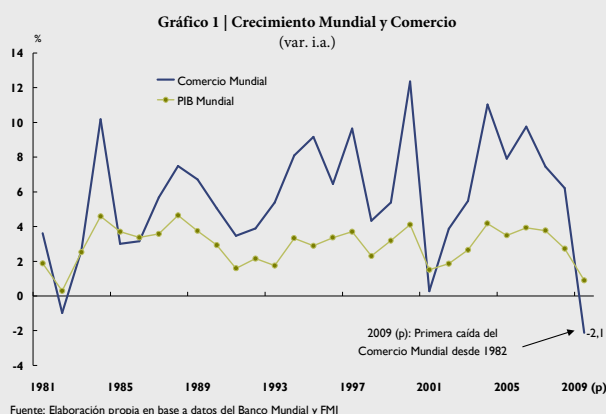
V.4 Reservas Internacionales

Luego de la reducción registrada durante el segundo trimestre de 2008, enmarcada en la política anticíclica del BCRA, la disminución de las Reservas Internacionales se moderó en la segunda mitad del año, registrándose incluso una compra neta de divisas por parte del Banco Central en el último bimestre. De este modo, las Reservas Internacionales finalizaron el año en US\$46.386 millones, con un ligero incremento interanual de US\$210 millones. Este nivel representa 14% del Producto, valor históricamente elevado, que supera lo observado antes de la crisis de 2001-2002 y los máximos de la década pasada (ver Gráfico V.11).

²³ Ley 26.476, promulgada el 22 de diciembre de 2008.

Apartado 3 / Impacto de la crisis internacional en el financiamiento del comercio

El comercio mundial ha crecido ininterrumpidamente durante las últimas décadas, incluso a tasas bien superiores a las del Producto, y el sistema financiero mundial tuvo un importante rol en este proceso, garantizando el flujo de pagos. Lamentablemente, como efecto secundario de la crisis financiera internacional, la desconfianza generada entre entidades financieras de distintas partes del planeta resintió la evolución del comercio. A esto se suman ciertas señales de mayor proteccionismo y el riesgo de devaluaciones competitivas para solucionar problemas comerciales.



En los últimos meses, ante la profundización de la crisis económica mundial y la reducción de la liquidez global, se observó una abrupta contracción del crédito con fines comerciales, influida por aquella desconfianza entre las entidades financieras y, a su vez, por la volatilidad de los tipos de cambio y la desaceleración económica, que elevaron los riesgos de contraparte. En este contexto, los exportadores e importadores se enfrentaron a mayores dificultades para encontrar bancos dispuestos a financiar operaciones de comercio exterior, observándose incluso la fusión o quiebra de algunas instituciones clave en la realización de este tipo de operaciones. El deterioro de la actividad económica y del comercio se vio reflejado en una elevada capacidad ociosa de los buques de carga y en el brusco abaratamiento de los fletes, cuyo costo se retrotrajo a los niveles más bajos en dos décadas²⁴.

Un instrumento común en la financiación del comercio es la emisión de cartas de crédito que le permiten al exportador tener garantizado el cobro de su mercancía al llegar ésta al puerto de destino. Para ello tiene que haber una relación de confianza entre el banco del exportador y el del importador de manera que el segundo emita la carta y el primero la acepte. Otro instrumento financiero

ampliamente utilizado es el *factoring* internacional, herramienta que combina financiamiento y elementos de gestión, de manera que las empresas pueden utilizarlo para atender necesidades de capital de corto plazo, cubrir riesgo crediticio, delegar la gestión de cobranza y acceder a nuevos mercados. En el actual escenario, el uso de estos instrumentos se ha visto seriamente afectado, limitando el financiamiento de operaciones comerciales.

Ante esta situación, varios organismos nacionales e internacionales ampliaron sus programas de financiación para mitigar la falta de crédito por parte del sector privado. China y EE.UU. anunciaron en diciembre un incremento de US\$20.000 millones en el financiamiento disponible para operaciones de comercio exterior, que serán canalizados a través de sus *Export-Import Banks*. Asimismo, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Mundial incrementaron los montos de financiamiento comercial que podrían garantizar, y diversos gobiernos y bancos centrales estuvieron realizando grandes esfuerzos para paliar la “sequía” en el mercado crediticio y dar sostén a la financiación del comercio. Por ejemplo, el Banco Central de Brasil otorgó préstamos a bancos por US\$1.600 millones para financiamiento de exportaciones, a la vez que varios países están realizando operaciones de pase en dólares con los bancos comerciales con el mismo objetivo. Asimismo, en Argentina el BCRA dispuso una serie de cambios normativos para ampliar la disponibilidad de crédito en moneda extranjera²⁵, en tanto que la ANSeS comenzó a destinar recursos del sistema previsional para la licitación de plazos fijos que deberán ser destinados exclusivamente a la prefinanciación de exportaciones.

La efectividad de las medidas dependerá de la situación por la que atraviesan los tomadores de préstamos y de los propios bancos comerciales, que siguen endureciendo sus requisitos crediticios y aumentando los costos de refinanciación, forma restrictiva de preservar su liquidez. En efecto, en los últimos meses continuó reduciéndose la cantidad de líneas de préstamos disponibles y elevándose su costo, lo que sumado a la sostenida reducción del comercio perjudica cada vez más a las firmas dependientes de los mercados externos.

Los próximos meses serán determinantes para saber si la financiación del comercio mundial inicia un proceso de normalización, pero claramente es una condición necesaria (y no suficiente) para que el intercambio comercial global vuelva a mostrar tasas de variación positivas.

²⁴ El índice *Baltic Dry Index* (BDI) cayó 90% desde sus máximos de mitad de 2008. No sólo influyó la caída en los volúmenes comerciados sino también la baja del precio del petróleo y la ampliación de la flota mundial de barcos de carga que tuvo lugar en los últimos años.

²⁵ En noviembre se redujeron los coeficientes de efectivo mínimo en dólares (Comunicación “A” 4851) y, en diciembre, se aprobó el cómputo del 100% del efectivo en moneda extranjera como integración de efectivo mínimo (Comunicación “A” 4872).

VI. Finanzas Públicas

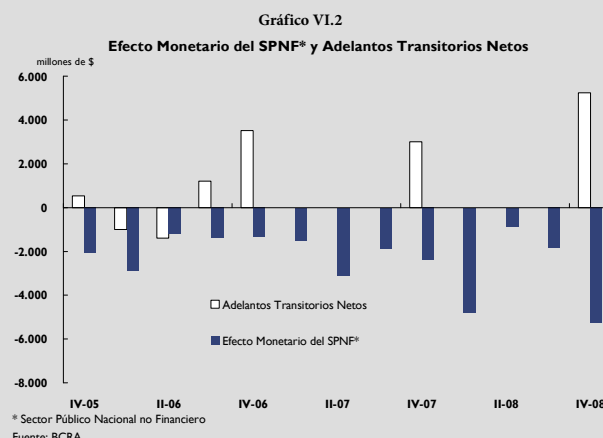
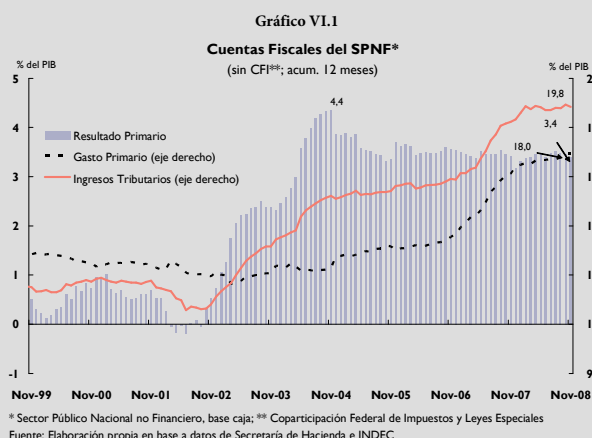
VI.1 Síntesis

Las finanzas públicas nacionales continuaron exhibiendo resultados primarios superavitarios sostenidos fundamentalmente por la suba de los ingresos. Sin embargo, durante el cuarto trimestre de 2008, los principales tributos comenzaron a mostrar una mayor desaceleración respecto de lo registrado en los primeros tres trimestres del año, en especial los Derechos de Exportación. En tanto, el gasto primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) se ajustó al nuevo ritmo de crecimiento de los recursos. Así, el superávit primario en 2008 sumaría alrededor de \$33.500 millones (+\$7.800 millones; 31% i.a.), ubicándose en línea con lo pautado en el Presupuesto Nacional 2009 para ese año (PN-09; \$31.479 millones; 3,15% del PIB). Descontando en ambos períodos los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional 2007 y las Transferencias de Utilidades del BCRA al Tesoro Nacional (TN), el resultado primario habría evidenciado un aumento interanual incluso mayor (aproximadamente \$11.000 millones interanuales).

La Recaudación Tributaria Nacional continuó creciendo a tasas elevadas, aunque algo menores a las registradas en los primeros nueve meses del año, elevándose en el cuarto trimestre del año 25% i.a. en términos nominales, impulsada por los recursos de la Seguridad Social y los otros impuestos tradicionales (Impuesto a las Ganancias e Impuesto al Valor Agregado -IVA-). Sin embargo, los Derechos de Exportación crecieron sólo 18% i.a. en el último trimestre del año, luego de subir 106% i.a. entre enero y septiembre. Por su parte, las erogaciones primarias se habrían elevado, entre octubre y diciembre, a tasas superiores al 30% i.a., aunque por debajo del ritmo de ejecución de los primeros tres trimestres del año, influido principalmente por el gasto previsional y las Transferencias Corrientes al Sector Privado.

Para 2009 se proyecta un nivel similar de ingresos en términos del PIB respecto del año pasado, aunque con una menor participación de los Derechos de Exportación sobre el total, mayormente compensada por los nuevos ingresos asociados a la creación del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA). Ante el empeoramiento del contexto internacional, el resultado primario del SPNF sería afectado por el impacto combinado de un menor crecimiento de los ingresos y el impulso del gasto asociado al Plan de Infraestructura y otras medidas fiscales anunciadas por el Gobierno Nacional, en línea con las políticas adoptadas en el resto del mundo.

Ante el marcado deterioro del escenario financiero, durante el último trimestre del año las necesidades de financiamiento del TN se cubrieron con los excedentes del resto de las agencias del sector público. Si bien se proyectan mayores necesidades financieras para 2009, existen fuentes de financiamiento alternativas y diversas estrategias de manejo de pasivos que permitirán su cobertura, aún en un escenario donde continúe la restricción de acceso al financiamiento del Sector Público en los mercados financieros voluntarios. En este contexto, el TN afrontaría con fuentes domésticas la brecha de financiamiento en moneda extranjera.



VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

Ingresos

Pese a desacelerarse el crecimiento de los principales tributos durante el cuarto trimestre de 2008, la suba de la Recaudación Tributaria Nacional continuó a tasas nominales elevadas (25% interanual -i.a.-), impulsada por los recursos de la Seguridad Social y los otros impuestos tradicionales (Impuesto a las Ganancias e Impuesto al Valor Agregado -IVA-), que en conjunto aportaron el 76% del incremento de la recaudación total (ver Cuadro VI.1). Así, en 2008 la recaudación tributaria subió 35% i.a. en términos nominales y rondaría 25,9% del PIB, alcanzando un nuevo récord histórico. Al deflactar los ingresos tributarios por el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, se evidencia un menor dinamismo en su tasa de crecimiento (12% i.a.; ver Gráfico VI.3).

Para 2009 se proyecta que la presión tributaria se mantenga, en un contexto de desaceleración del nivel de actividad económica y de los precios. En efecto, para el año que comienza se prevé que entre los tributos más afectados se destaquen los Derechos de Exportación y el Impuesto a las Ganancias. Sin embargo, esos efectos serían compensados por mayores ingresos de la Seguridad Social asociados a la creación del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA; ver Gráfico VI.4) y otros recursos.

A principios de diciembre de 2008 se promulgó la Ley N°26.425 de creación del SIPA, que absorbió y sustituyó al anterior régimen de capitalización individual administrado por las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP). Adicionalmente, el Gobierno Nacional promovió la sanción de la Ley N° 26.476 por la cual se creó el Régimen de Regularización Impositiva, Promoción y Protección del Empleo Registrado, Exteriorización y Repatriación de Capitales.

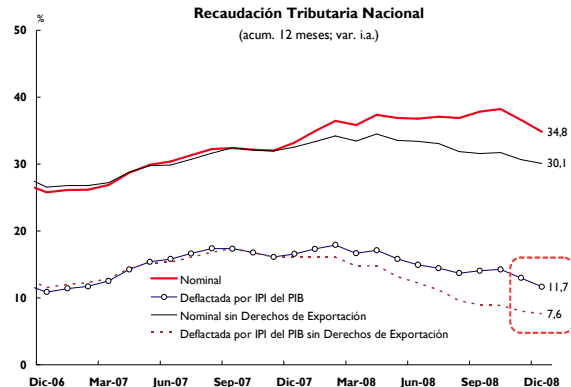
La evolución de los precios de los productos primarios y de las alícuotas aplicables llevaron a que los Derechos de Exportación fueran el tributo que más aumentara en 2008 en términos nominales, representando en los últimos 12 meses aproximadamente 3,5% del PIB (+0,9 puntos porcentuales -p.p.- interanuales), aunque desaceleraron el ritmo de crecimiento en el último trimestre del año al crecer 18% i.a. luego de subir 106% i.a. entre enero y septiembre. Para 2009, estos ingresos mostrarían una reducción de alrededor de 1 p.p. del PIB, debido a la caída observada en los precios de los productos primarios y la reducción de las cantidades esperadas de las ventas externas de los principales productos gravados

Cuadro VI.1
Recaudación Tributaria Nacional
(millones de \$)

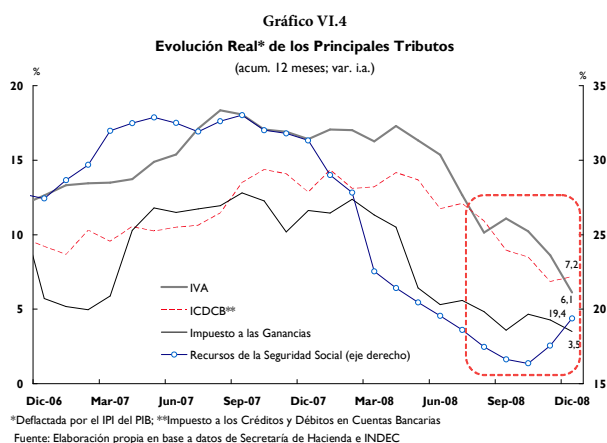
Impuesto	2007 (A)	2008 (B)	Diferencia		Contrib. Acum. %
			Absoluta (B)-(A)	% (B)/(A)-1	
Ganancias	42.855	53.646	10.791	25,2	15,5
IVA Total (1)=(2)+(3)	66.659	86.115	19.456	29,2	
IVA DGI (2)	39.260	50.393	11.133	28,4	
IVA DGA (3)	27.399	35.722	8.323	30,4	
Devoluciones de IVA (4)	3.990	5.886	1.896	47,5	
IVA (5)=(1)-(4)	62.669	80.229	17.560	28,0	25,2
Ganancia Mínima Presunta	1.299	988	-311	-24,0	-0,4
Bienes Personales	2.492	3.375	883	35,4	1,3
Derechos de Importación	6.859	8.803	1.944	28,3	2,8
Derechos de Exportación	20.450	36.055	15.606	76,3	22,4
Combustibles	7.466	9.694	2.228	29,8	3,2
Internos	4.718	5.617	900	19,1	1,3
Seguridad Social*	35.330	51.144	15.813	44,8	22,7
Créditos y Débitos en Ctas. Bancarias	15.065	19.495	4.430	29,4	6,4
Otros	579	329	-250	-43,2	-0,4
TOTAL*	199.781	269.375	69.594	34,8	

*A partir de diciembre de 2008 comenzaron a registrarse los nuevos aportes al SIPA.
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

Gráfico VI.3
Recaudación Tributaria Nacional
(acum. 12 meses; var. i.a.)



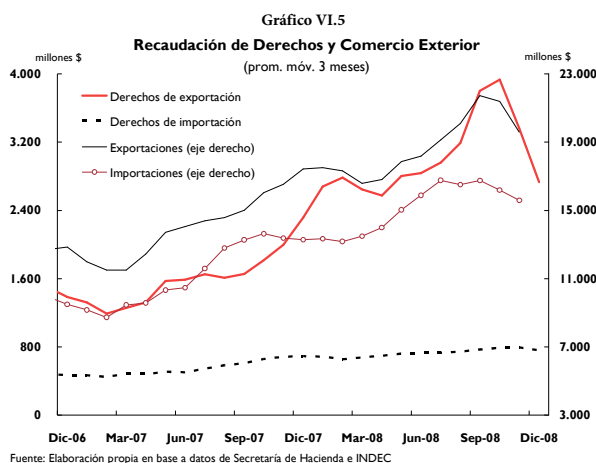
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC



(ver Sección V y Gráfico VI.5). Adicionalmente impactará la reducción de 5 p.p. en las alícuotas de los Derechos de Exportación para el trigo y el maíz²⁶ y de los derivados de estos cereales, así como de la mitad de las retenciones sobre las ventas externas de frutas frescas y hortalizas. Otro efecto a considerar es la evolución de las alícuotas móviles de los derechos sobre los principales hidrocarburos²⁷.

Los ingresos del IVA continuaron creciendo en el año (28% i.a.), aunque también exhibieron una fuerte desaceleración en el último trimestre al elevarse 14% i.a., por debajo del comportamiento exhibido entre enero y septiembre (34% i.a.; ver Gráfico VI.6). De esta forma, en 2008 la recaudación del IVA representó aproximadamente 7,7% del PIB, manteniéndose en términos del Producto respecto de 2007, previéndose que se ubique cerca de ese nivel durante 2009.

Los ingresos de la Seguridad Social tuvieron un destacado comportamiento al crecer 45% i.a. y contribuir con más de un quinto del alza de la recaudación en 2008, influenciados principalmente por el traspaso de afiliados desde el Sistema de Capitalización al de Reparto en el marco de la Reforma Previsional 2007²⁸, y por las subas de la remuneración imponible y del empleo registrado. Para 2009, los recursos de la Seguridad Social se convertirían en el tributo de mayor dinamismo al registrar los ingresos por aportes personales que se destinan desde diciembre de 2008 al SIPA²⁹. De esta forma, en el año que comienza los ingresos de la Seguridad Social rondarían 6% del PIB, aproximadamente 1 p.p. por encima del nivel de 2008 (ver Gráfico VI.7).



Durante el año pasado los recursos del Impuesto a las Ganancias subieron 25% i.a., contribuyendo con 16% del aumento de la recaudación. Así, en los últimos doce meses habría alcanzado aproximadamente 5,2% del PIB (-0,1 p.p. interanuales). El Gobierno Nacional impulsó la modificación del Impuesto a las Ganancias para personas físicas³⁰, al promover la sanción de la Ley N° 26.477 que eliminó la escala para la disminución creciente de las deducciones computables para la determinación del impuesto para 2009, exceptuando también del alcance de dicha escala a la segunda cuota del sueldo anual com-

²⁶ La Resolución Conjunta Ministerio de Producción y Ministerio de Economía y Finanzas N° 26 y N° 28/2008, vigente a partir del 24 de diciembre de 2008, dispuso la reducción de las alícuotas sobre el trigo (desde 28% a 23%) y el maíz (desde 25% a 20%).

²⁷ El mecanismo dispuesto por la Resolución MEyP N° 394/2007 determina una alícuota mínima de 45% (equivalente a una tasa efectiva de 31%), que se incrementa a medida que la cotización internacional supera un determinado valor de referencia. El cálculo utiliza además un valor de corte, que es el máximo precio neto de Derechos de Exportación que puede recibir el exportador. Asimismo, la norma prevé que en caso de que el precio internacional del petróleo fuese inferior a US\$45 por barril, se procederá a determinar los porcentajes a aplicar, en un plazo de 90 días hábiles.

²⁸ Artículo 14°, Ley N° 26.222.

²⁹ A partir de diciembre comenzó a registrarse como ingreso al SIPA parte del flujo de aportes que antes del 9 de diciembre se destinaba al Sistema de Capitalización por un monto cercano a los \$940 millones.

³⁰ Decreto N°1.426/2008

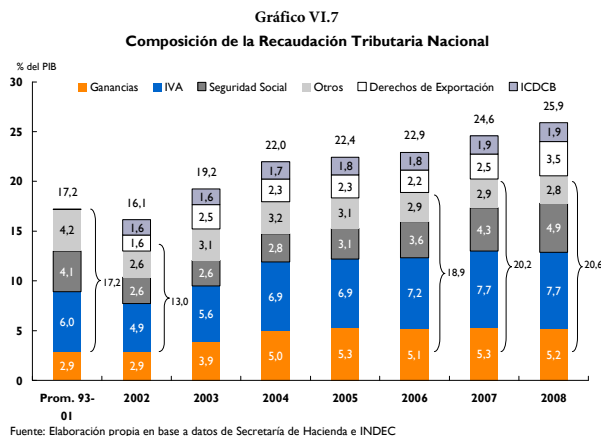
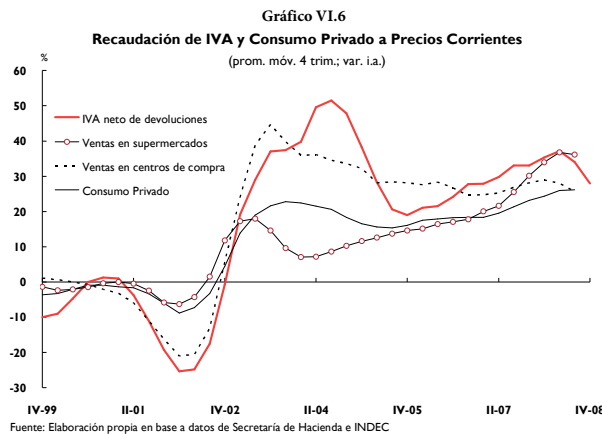
plementario del año 2008. De esta forma, se estima que en el año que comienza el tributo perderá alrededor de 0,3 p.p. de participación en el Producto, sumando recursos por cerca de 4,9% del PIB.

El mayor volumen de transacciones bancarias gravadas determinó que los ingresos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) crecieran 29% i.a. en 2008 (7% i.a. deflactados por el IPI del PIB), exhibiendo también cierta desaceleración en el último trimestre del año, cuando treparon 22% i.a.. Así, la recaudación diaria promedio del tributo alcanzó \$78 millones en todo el año, mostrando una suba interanual de \$17 millones. Para 2009, la recaudación del tributo se mantendría en la proporción respecto del Producto alcanzada durante 2008 (aproximadamente 1,9%).

Gasto y Resultado

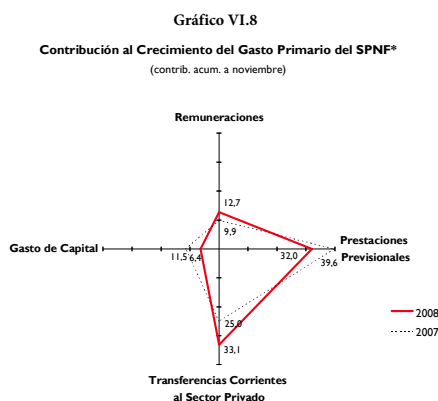
Durante 2008 el gasto primario habría continuado creciendo a tasas elevadas (en torno a 34% i.a.), aunque ajustándose a la evolución de los ingresos, explicado básicamente por las Prestaciones Previsionales y las Transferencias Corrientes al Sector Privado, que en conjunto aportarían el 65% del crecimiento nominal (ver Gráfico VI.8). Las erogaciones primarias habrían mostrado una moderación en el ritmo de crecimiento respecto del alza de 48% registrada en 2007, debido principalmente a la desaceleración de los subsidios al sector privado, las Prestaciones de la Seguridad Social y el Gasto de Capital, entre otros rubros. De todas formas, en el acumulado de los últimos 12 meses el gasto primario representó aproximadamente 24,3% del PIB, alcanzando un nuevo máximo histórico.

El gasto en Prestaciones Previsionales se habría elevado alrededor de 31% i.a. en 2008, impulsado principalmente por las subas de los haberes otorgadas en septiembre de 2007 y en marzo y julio de 2008³¹. Asimismo, en diciembre de 2008 incidió la asignación por única vez de \$200 por cada beneficiario. De acuerdo a lo previsto se moderó el alza de las Prestaciones de la Seguridad Social en relación con lo registrado en 2007, cuando habían crecido 57% i.a. influidas por efecto del Plan de Inclusión Previsional. En 2009, contemplando la Ley N° 26.417 de Movilidad de las Prestaciones del Régimen Previsional Público, se estima una suba interanual del rubro de aproximadamente 25%³², determinando una suba de casi 0,3 p.p. del producto respecto del 6,4% que se habría registrado el año pasado.



³¹ Se dispusieron subas de 12,5% a partir de septiembre de 2007 (Decreto N° 1.346/2007) y en marzo y julio de 2008, en cada oportunidad de 7,5% (Decreto N° 279/2008).

³² La variación interanual del rubro contempla el ajuste por movilidad de los haberes y el efecto arrastre de las subas otorgadas en 2008, entre otros factores.

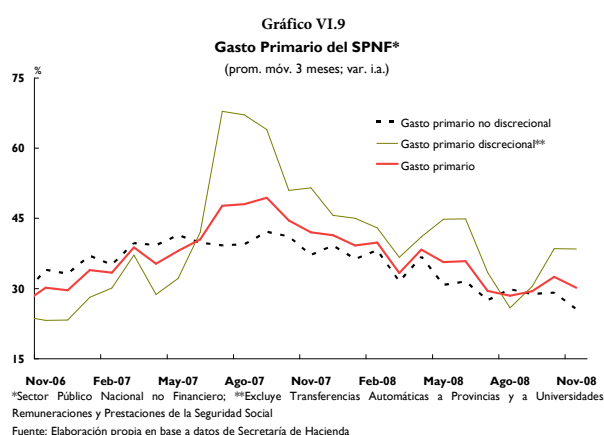


* Sector Público Nacional no Financiero; Excluye Transferencias Automáticas a Provincias.
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda

Las Transferencias Corrientes al Sector Privado, asociadas principalmente a subsidios al sector energético, de transporte público de pasajeros y al consumo interno de agroalimentos, se habrían incrementado a una tasa cercana a 50% i.a. durante 2008 hasta totalizar aproximadamente \$43.000 millones, constituyendo el rubro más dinámico del gasto público. Sin embargo, se observó cierta desaceleración en el último semestre del año, al subir aproximadamente 42% i.a.. Así, los giros corrientes al sector privado representaron alrededor de 4,1% del PIB en los últimos 12 meses. Para 2009 se espera un ajuste de los subsidios al sector privado, consistente con la reducción de los precios de los combustibles destinados a la generación de energía eléctrica y al transporte de pasajeros, en un marco de desaceleración económica y considerando los ajustes de tarifas recientemente aplicados por el Gobierno Nacional.

Las Remuneraciones del sector público subieron cerca de 34% i.a. el año pasado, por encima de lo verificado en todo 2007 (30% i.a.), impulsadas principalmente por la plena incidencia de los aumentos salariales otorgados durante 2007 y de junio y agosto de 2008 (10% y 9,5%, respectivamente). Además, impactó el alza del empleo público³³ que se registró durante el período.

Dentro del resto de los gastos primarios se observó un importante alza interanual del déficit operativo de las empresas públicas, totalizando \$1.426 millones en los primeros once meses de 2008. Si bien la base de comparación constituyó un valor absoluto muy bajo, la tendencia ascendente de los déficits se sostuvo a lo largo de 2008. También se destacó la incidencia de los pagos por importaciones de combustibles por parte de Energía Argentina S.A. (ENARSA), que crecieron aproximadamente \$1.400 millones.



*Sector Público Nacional no Financiero; **Excluye Transferencias Automáticas a Provincias y a Universidades, Remuneraciones y Prestaciones de la Seguridad Social
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

El gasto discrecional³⁴ habría aumentado 36% i.a. en 2008, por debajo de lo registrado en 2007 (48% i.a.). La desaceleración se explicó básicamente por la evolución mencionada de las Transferencias Corrientes al Sector Privado (ver Gráficos VI.9 y VI.10). Asimismo, los giros no automáticos a provincias también mostraron una fuerte reducción en el ritmo de aumento respecto de 2007 (11% vs. 27% i.a.), mostrando incluso una reducción en términos reales. En efecto, las transferencias de capital a los gobiernos subnacionales habrían crecido sólo 12% i.a. en 2008, al tiempo que las corrientes habrían subido casi 9% i.a., mientras que en 2007 aumentaron 22% i.a. y 33% i.a., respectivamente. Para 2009, se estima una aceleración del gasto de capital, impulsado, entre

³³ Según el INDEC el empleo del Sector Público Nacional creció en torno a 5% i.a. en los primeros tres trimestres de 2008.

³⁴ Excluye Transferencias Automáticas a Provincias, Prestaciones Previsionales, Transferencias Corrientes a Universidades y Remuneraciones.

otros factores, por el Plan de Infraestructura anunciado por el gobierno.

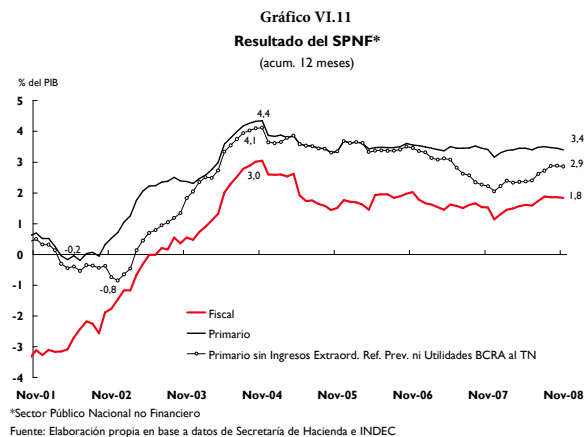
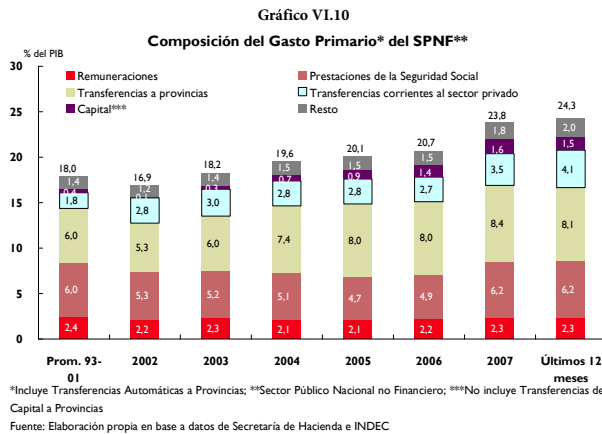
Así, en 2008 el resultado primario del SPNF habría sumado alrededor de \$33.500 millones (31% i.a.; próximo a 3,2% del PIB). Descontando los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional 2007 y las Transferencias de Utilidades del BCRA al Tesoro Nacional (TN), el resultado primario exhibiría una mejora incluso mayor (66% i.a.). Así, el resultado primario del SPNF se ubicaría en línea con la pauta del Presupuesto Nacional 2009 (PN-09) para 2008 (\$31.479 millones; 3,15% del PIB).

En tanto, a pesar de la suba de los intereses asociada principalmente al mayor pago de cupones ligados a la evolución del PIB, el resultado financiero se elevaría cerca de \$6.400 millones (69% nominal i.a.), hasta aproximadamente \$15.700 millones (en torno a 1,5% del PIB; ver Gráfico VI.11).

En un contexto internacional desfavorable, el resultado primario del SPNF sería afectado por el impacto combinado de un menor crecimiento de los ingresos y el impulso del gasto asociado al Plan de Infraestructura y otras medidas fiscales anunciadas por el Gobierno Nacional para impulsar en el nivel de actividad económica. De esta forma, sin contabilizar los ingresos extraordinarios por la creación del SIPA, el Gobierno Nacional deberá realizar esfuerzos permanentes para que el superávit primario del SPNF alcance la pauta de 3,27% del PIB.

Durante el último trimestre del año las necesidades de financiamiento se cubrieron, principalmente y de acuerdo a lo previsto, con los excedentes del resto de las agencias del sector público. Por otra parte, el TN hizo uso neto de Adelantos Transitorios (AT) del BCRA por \$5.250 millones, que fueron devueltos, casi en su totalidad, en la primera semana del presente año³⁵ (ver Apartado 4).

Si bien se proyectan mayores necesidades financieras para 2009, existen fuentes de financiamiento alternativas originadas en la creación del SIPA y otras contempladas en el PN-09 y diversas estrategias de manejo de pasivos que permitirán su cobertura, aún en un escenario donde continúe la restricción de acceso al financiamiento del Sector Público en los mercados de crédito voluntario. En este contexto, el TN afrontaría con fuentes domésticas la brecha de financiamiento en moneda extranjera.



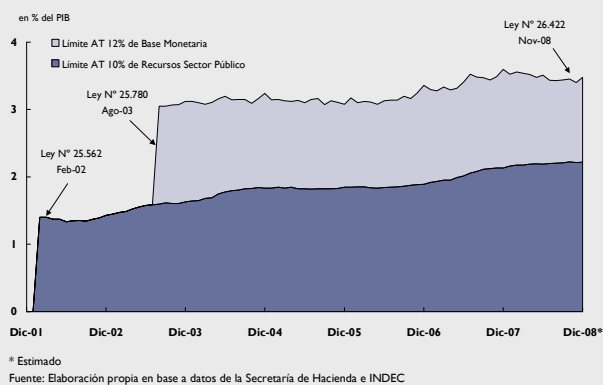
³⁵ Los AT otorgados por motivos estacionales durante la última semana de diciembre no generaron efecto monetario y fueron totalmente cancelados entre el 5 y el 6 de enero de 2009.

Apartado 4 / Carta Orgánica del BCRA y Adelantos Transitorios al Gobierno Nacional

Tras haberse abandonado el Régimen de Convertibilidad, la Ley N° 25.562 promulgada el 6 de febrero de 2002, modificó la Carta Orgánica del BCRA, permitiendo que el Banco Central financie al Tesoro Nacional (TN) a través de lo que se denominó Adelantos Transitorios (AT) al Gobierno Nacional, estableciendo un límite a esta operatoria. En efecto, los desembolsos por este concepto no podían exceder el 10% de los recursos en efectivo obtenidos por el Sector Público en los últimos 12 meses (ver Gráfico 1).

La intención de los legisladores al imponer ese límite era clara: evitar que un descontrolado financiamiento al TN llevara a un proceso de emisión, que se retroalimentara a sí mismo, originando períodos de inestabilidad monetaria y financiera. Nuestra historia económica muestra variados antecedentes de episodios de marcados desequilibrios monetarios que, en su extremo, llegaron a producir “crisis terminales”, como la hiperinflación de finales de los años ‘80 e inicios de los ‘90. Estableciendo un límite preciso y estricto a la expansión de los agregados monetarios que podía originarse por esta operatoria, los legisladores buscaban evitar que esos episodios pudieran repetirse.

Gráfico 1 | Límite de Adelantos Transitorios del BCRA al Gobierno Nacional



La Ley N° 25.780, sancionada el 27 de agosto de 2003, volvió a modificar el artículo 20 de la Carta Orgánica del BCRA. A partir de esa reforma, el Banco Central puede efectuar AT al Gobierno Nacional por hasta un monto equivalente al 12 % de la base monetaria, constituida por la circulación monetaria más los depósitos a la vista de las entidades financieras en el BCRA, en cuentas corrientes o en cuentas especiales. Adicionalmente, el BCRA puede otorgar adelantos hasta un monto que no supere el 10% de los recursos en efectivo que el Gobierno Nacional hubiera obtenido en los últimos 12 meses para aquellos pagos que se destinasen exclusivamente a la cancelación de obligaciones con los organismos multilaterales de crédito.

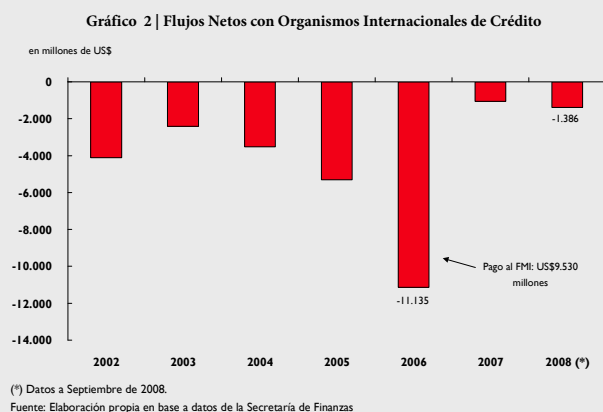
Nuevamente, la intención de los legisladores al acotar el financiamiento del Banco Central a través de AT era clara. Por un lado, se fijó un estricto límite a la emisión de dinero que puede originarse en la operatoria, pero ahora ese límite guarda relación directa con el dinero en circulación (medido por uno de sus agregados “básicos”, como es la base monetaria). Por otro lado, se estableció una cota adicional, relacionada con la capacidad de pago del Sector Público Nacional, que resulta de una proporción de los ingresos en efectivo del Gobierno Nacional. Este último límite podía ser utilizado únicamente si no implicaba un incremento en la cantidad de dinero en circulación, preservando así el equilibrio en el mercado monetario.

En efecto, la restricción de que esta parte de los AT debía ser utilizada exclusivamente para la atención de las obligaciones del Gobierno con los organismos multilaterales de crédito implicaba que los pesos resultantes de los AT (considerando que los mismos son exclusivamente en pesos) debían ser utilizados únicamente para adquirir las divisas necesarias para hacer esos pagos, por lo que la cantidad de moneda en circulación no sufría modificaciones. Esta operatoria comenzó a aplicarse a partir de septiembre de 2003.

El hecho de que se mencionasen en la modificación el artículo 20 de la Carta Orgánica del BCRA expresamente los pagos a los organismos multilaterales de crédito reflejó la prioridad de esos momentos a la atención de los servicios de deuda pública excluida de la cesación de pagos que persistía en gran parte de las obligaciones del Sector Público. Asimismo, los vencimientos de capital e intereses denominados en moneda extranjera estaban conformados mayoritariamente por los servicios de deuda a organismos multilaterales de crédito.

A inicios de 2006 se canceló completamente la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI), que era el principal componente de las obligaciones con los organismos multilaterales de crédito. Lo que es más, los pagos con los restantes organismos (Banco Interamericano de Desarrollo y Banco Mundial), también se fueron reduciendo, ya que Argentina estuvo efectuando pagos netos de capital a esos organismos a lo largo de los últimos siete años (ver Gráfico 2). Como consecuencia de esos efectos, el límite establecido en el año 2003 de AT destinados a pagos en divisas, es decir, sin implicar emisión de pesos, iba a reducirse inevitablemente. En simultáneo, los servicios de deuda sobre bonos denominados en moneda extranjera que debía atender el TN se fueron incrementando, al haberse realizado la reestructuración de deuda en el año 2005 y emitido nuevos títulos públicos en los mercados de capital.

Ante esa situación, la Ley N° 26.422, promulgada el 13 de noviembre de 2008, introdujo una nueva modificación en el artículo 20 de la Carta Orgánica del BCRA. Allí se mantuvo que los AT por el límite del 10% de los recursos en efectivo del Gobierno Nacional deben estar destinados exclusivamente a erogaciones que no impliquen un incremento en la circulación monetaria, pero se agregó que los pagos, además de ser los destinados a organismos multilaterales de crédito, puedan responder a la cancelación de otras obligaciones denominadas en moneda extranjera.



De lo anterior surge con claridad que la modificación introducida el pasado año en el artículo 20 de la Carta

Orgánica del BCRA no implica un cambio de espíritu respecto a la situación previamente vigente, manteniendo el BCRA su característica de entidad autárquica del Estado Nacional. El ya mencionado hecho de la reducción paulatina de la importancia de los pagos a organismos multilaterales de crédito y la creciente importancia de otras obligaciones en moneda extranjera, llevaron a esta nueva adecuación, destinada a que el límite de AT sin impacto monetario (que no implican cambios en la circulación monetaria), ligado al 10% de los ingresos en efectivo del Gobierno Nacional volviera a tener la significación prevista por los legisladores al aprobar la Ley N° 25.780, en el año 2003.

En definitiva, la operatoria de AT sigue siendo básicamente la misma que estaba vigente desde que el país abandonó el Régimen de Convertibilidad y recuperó los instrumentos de política monetaria. El BCRA puede financiar al TN con límites precisos y estrictos, determinados por ley, impidiéndose de esa manera todo riesgo de que el financiamiento al sector público lleve a profundos desequilibrios monetarios, como sucedía en el pasado. Los AT son otorgados en pesos, y el TN puede utilizarlos para comprarle al BCRA divisas para atender sus pagos en moneda extranjera, tal como el BCRA puede venderles divisas a las entidades financieras para que éstas abastezcan la demanda de los agentes económicos que cuenten con los pesos suficientes para adquirir moneda extranjera, en la medida que esas operaciones se hagan dentro del marco de las regulaciones cambiarias vigentes.

VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

VII.1 Síntesis

En diciembre de 2008, el saldo promedio de M2 total se ubicó muy cerca del centro del rango previsto en el Programa Monetario 2008 (PM 2008), al registrar un nivel de \$173.200 millones, con un crecimiento del 18,9% respecto al mismo mes del año anterior. Por su parte, el M2 privado se ubicó por debajo del rango establecido en el PM 2008 debido a una caída en la demanda de dinero mayor a la esperada, causada por la imprevista magnitud y profundidad de los shocks externos.

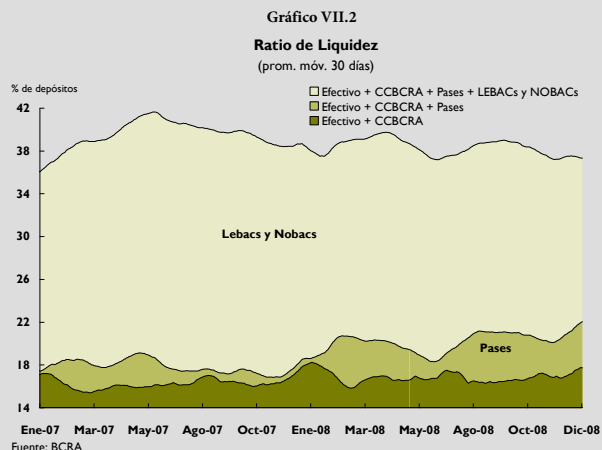
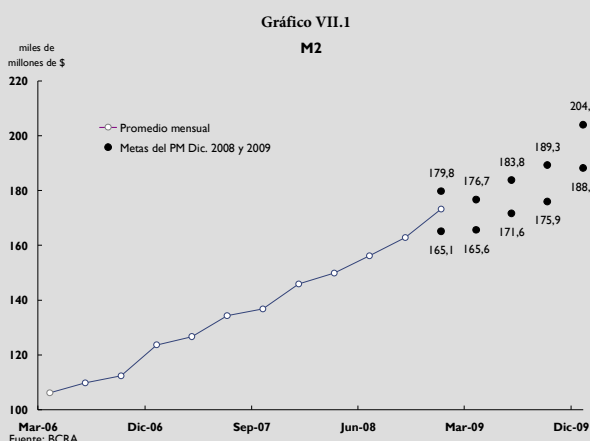
El Banco Central empleó los instrumentos desarrollados a lo largo de los últimos años para amortiguar los efectos en la economía local de la peor crisis internacional en décadas. De esa manera se logró mantener la estabilidad monetaria y financiera en un contexto sumamente desfavorable, minimizando el impacto de la crisis sobre depósitos y préstamos. En efecto, la flexibilidad del esquema de administración de riesgos resulta elocuente al comparar los mecanismos de regulación monetaria en 2008 respecto al año previo. Mientras que en 2007 el ingreso neto de divisas generó la necesidad de colocar títulos para asegurar el equilibrio del mercado monetario, en 2008 el Banco Central proveyó liquidez mediante la disminución del stock de Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC), y también a través de las operaciones de mercado abierto con títulos del Tesoro Nacional.

Tras reflejar el impacto del abrupto crecimiento de la incertidumbre a nivel global en la primera parte del trimestre, las tasas de interés de corto plazo se estabilizaron hacia fines de año en niveles superiores a los vigentes al término del tercer trimestre. En este sentido, la tasa de interés promedio pactada por préstamos interbancarios se ubicó en diciembre en 14,1%, 4,9 puntos porcentuales (p.p.) por encima del promedio de septiembre, mientras que el promedio de la BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate) de bancos privados del último mes de 2008 se ubicó en 19,1%, con un aumento de 6,9 p.p. respecto al promedio de septiembre pasado.

Las sólidas condiciones de liquidez bancaria que continuaron prevaleciendo favorecieron la estabilización de las tasas de interés del mercado monetario. El ratio de liquidez bancaria más acotado –definido como la sumatoria del efectivo en bancos, las cuentas corrientes y los pases netos en el Banco Central, en porcentaje de los depósitos totales en pesos– se ubicó en diciembre en 20,4%, nivel históricamente elevado. A su vez, el indicador de liquidez que incluye además las tenencias de LEBAC y NOBAC finalizó el año en 37%.

En el transcurso del cuarto trimestre, con la creación del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), una parte de los depósitos del sector privado (ex Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones –AFJP–) pasaron a pertenecer al sector público (Administración Nacional de la Seguridad Social –ANSeS–). Ajustando por este efecto, en el último trimestre del año el M3 privado en pesos aumentó sólo \$1.000 millones (0,5%), recogiendo los efectos de la incertidumbre generada por la profundización de la crisis internacional.

En 2009 el Banco Central tiene como objetivo continuar brindando un marco de previsibilidad para el desenvolvimiento de la actividad económica. Así, además de mantener el esquema de metas y estimaciones establecidas en 2008, agrega estimaciones trimestrales del M2 privado tanto para 2009 como para los escenarios a 12 meses vista que se publicarán oportunamente, al finalizar cada trimestre. Las metas del Programa Monetario 2009 prevén para diciembre un crecimiento interanual del agregado M2 en el rango de 8,7%-17,8%, y para el M2 privado entre 9,8% y 18,9%.



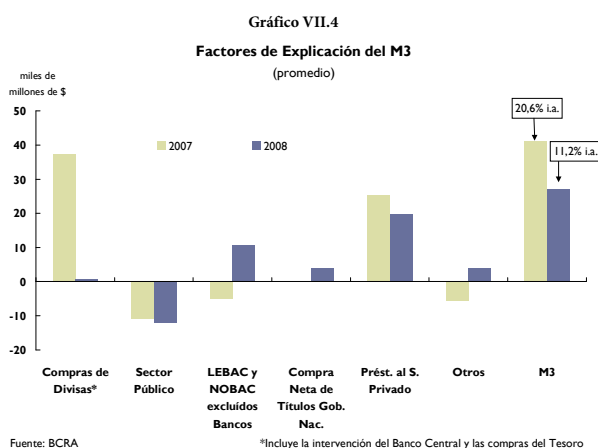
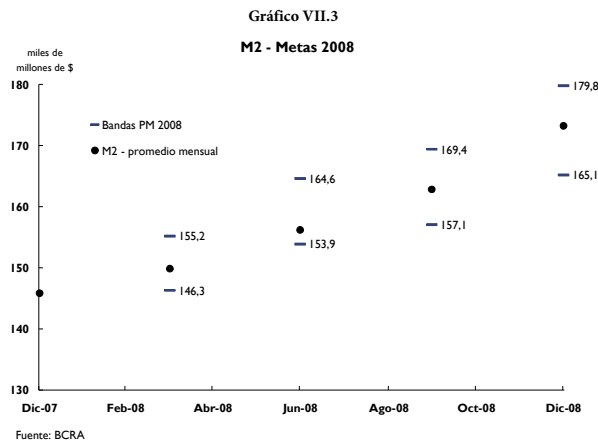
VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

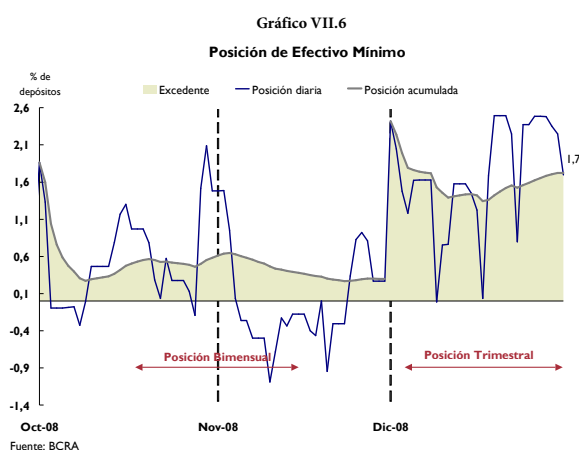
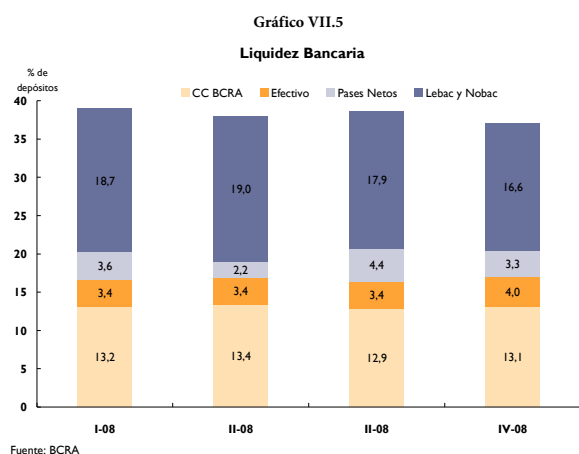
Ante el escenario de persistente volatilidad e incertidumbre que continuó afectando a los mercados globales en general y también a la economía local, la demanda de dinero doméstica presentó un impacto relativamente acotado. Las medidas adoptadas por el Banco Central permitieron moderar los efectos adversos sobre las variables locales, lo que redundó en una paulatina normalización del mercado monetario.

El saldo promedio de los medios de pago totales (M2) alcanzó en diciembre \$173.200 millones, ubicándose cerca del centro del rango previsto en el Programa Monetario 2008 (PM 2008), finalizando el año con un incremento anual de 18,9% (ver Gráfico VII.3). Por su parte, el M2 privado se ubicó en \$143.500 millones, acumulando en el año un crecimiento de 8,4% y situándose por debajo del rango previsto. Este desvío se debió a una reducción en la demanda de medios de pago por parte del sector privado generada por los *shocks* de origen externo que se sucedieron en el transcurso del año con una magnitud e intensidad no prevista al momento de elaborar el PM 2008. En efecto, la economía local no estuvo exenta del impacto ocasionado por el abrupto deterioro de los mercados internacionales, que generó un cambio en la composición de la cartera de inversiones de los agentes económicos, traducido en una fuerte y generalizada salida de capitales de las economías emergentes.

En este contexto, durante el cuarto trimestre el Banco Central adoptó un conjunto de medidas y acciones que permitieron restablecer el equilibrio en el mercado de dinero, entre las que se destacan: el ajuste de los rendimientos por operaciones de pases activos, el establecimiento de un mecanismo de licitación de opciones de venta sobre Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC), la reducción de los coeficientes de encajes en moneda extranjera, la unificación de la posición de efectivo mínimo de octubre y noviembre, el establecimiento de una ventanilla de precalificación de garantías del régimen de asistencia financiera, el aumento de la proporción del efectivo en bancos admisible para el cómputo de la integración de los requisitos de encajes y el incremento del límite máximo disponible para los pases activos a tasa fija, que pasó de \$3.000 millones a \$10.000 millones.

De esta forma, en 2008 el Banco Central continuó utilizando el instrumental desarrollado durante los últimos años, dentro de un enfoque de administración de riesgos, que apunta a morigerar el efecto de posibles *shocks* de distinta índole. La adaptabilidad de este esquema se aprecia al analizar los mecanismos de creación de dinero durante los últimos dos años, destacándose la disponibi-





Cuadro VII.1
Programa Monetario 2009 - Metas

Saldos, en millones		Mar-09	Jun-09	Sep-09	Dic-09
M2 total	Inferior	165.603	171.633	175.950	188.190
	Superior	176.690	183.814	189.301	203.951
M2 privado	Inferior				157.601
	Superior				170.661

Var i.a., en %		Mar-09	Jun-09	Sep-09	Dic-09
M2 total	Inferior	10,5	9,9	8,1	8,7
	Superior	17,9	17,7	16,3	17,8
M2 privado	Inferior				9,8
	Superior				18,9

La meta de diciembre de 2009 del M2 Total en valores nominales se ajustó teniendo en cuenta el valor definitivo observado en diciembre 2008.
Fuente: BCRA

lidad de herramientas que permiten proveer o absorber liquidez de acuerdo al escenario predominante. Mientras que en 2007 el ingreso neto de divisas generó la necesidad de colocar títulos para asegurar el equilibrio del mercado monetario, en 2008 el Banco Central proveyó liquidez mediante la disminución del *stock* de LEBAC y NOBAC y también a través de las operaciones de mercado abierto con títulos del Tesoro Nacional (TN; ver Gráfico VII.4).

De este modo, los bancos mantuvieron sus indicadores de liquidez en niveles adecuados. El ratio de liquidez bancaria³⁶ fue de 20,4% en el último trimestre de 2008, y de 37% incluyendo la cartera de LEBAC y NOBAC (ver Gráfico VII.5).

La posición de efectivo mínimo en pesos (unificada en octubre y noviembre mediante la Comunicación A 4.858) finalizó con un excedente de 0,3% de los depósitos, mientras que en diciembre, primer mes de la posición trimestral diciembre-febrero, los bancos acumularon un superávit de 1,7% de los depósitos (ver Gráfico VII.6). Por otra parte, en el segmento en moneda extranjera, la posición de efectivo mínimo presentó un excedente del 14%, 32% y 39% de los depósitos en dólares, para octubre, noviembre y diciembre, respectivamente. En este caso, el incremento a partir de noviembre se produjo en el marco de la baja de encajes para los depósitos en moneda extranjera, resuelta mediante la Comunicación A 4.851. En efecto, frente a las volátiles condiciones del mercado internacional, esta medida se orientó a liberar recursos que en el mediano plazo se destinen al otorgamiento de préstamos en esa moneda (destinados exclusivamente al sector transable). El aumento del excedente en las posiciones de efectivo mínimo tanto en pesos como en dólares de diciembre se explica en parte por el cambio normativo dispuesto a través de la Comunicación A 4.872, con vigencia a partir del 1 de diciembre de 2008, en la que se dispone elevar del 67% al 100% la proporción del efectivo en bancos admisible para la integración de los requerimientos de encajes.

Considerando el contexto macroeconómico previsto, se han fijado bandas para el cumplimiento del Programa Monetario 2009 (PM 2009) que implican una variación interanual para el M2 en el rango de 8,7%-17,8% para diciembre. Teniendo en cuenta el saldo que finalmente alcanzó este agregado monetario en diciembre pasado, las bandas definidas implican un monto mínimo de \$188.190 millones y un máximo de \$203.951 millones. Por su parte, para el M2 privado la variación interanual prevista es de entre 9,8% y 18,9%, implicando montos de

³⁶ Definida como el efectivo en bancos, las cuentas corrientes de los bancos en el BCRA y la tenencia de pases netos concertados para el BCRA como porcentaje de los depósitos totales en pesos.

Cuadro VII.2
Programa Monetario 2009 - Estimaciones

Saldos, en millones		Mar-09	Jun-09	Sep-09
M2 privado	Inferior	138.458	144.307	147.397
	Superior	149.225	154.916	158.742

Var i.a., en %		Mar-09	Jun-09	Sep-09
M2 privado	Inferior	1,6	6,1	6,5
	Superior	9,5	13,9	14,7

Fuente: BCRA

\$157.601 millones y \$170.661 millones, respectivamente (ver Cuadro VII.1). Por otro lado, estimar el comportamiento de los depósitos transaccionales del sector privado permite un mayor foco en las decisiones de ahorro e inversión de las familias y empresas, las que en el largo plazo pueden reflejarse en los precios. De esta manera, se informan previsiones trimestrales para el M2 privado (ver Cuadro VII.2).

Tasas de Interés

En el mercado de pases del Banco Central se dispuso a comienzos de octubre un aumento de 0,75 puntos porcentuales (p.p.) de las tasas de interés para las operaciones a tasa fija en todos los plazos operados. De esta forma, en 2008 las tasas de interés por operaciones con rendimiento fijo en el segmento de 7 días acumularon un aumento de 2,75 p.p.. Por otra parte, desde mediados de diciembre, en el segmento de operaciones activas para el Banco Central a tasa variable se dispuso la disminución –de 4,0% a 0%– del margen que se aplica sobre la tasa BADLAR (Buenos Aires *Deposits of Large Amount Rate*) de bancos privados.

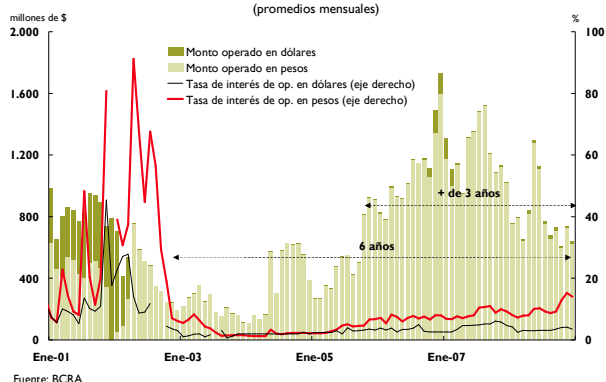
En términos generales, las tasas de interés de corto plazo del mercado monetario aumentaron desde octubre hasta comienzos de noviembre, en un contexto de creciente volatilidad en los mercados financieros internacionales y locales, para luego estabilizarse hasta el término de 2008, aunque en valores superiores a los vigentes a fines del tercer trimestre. En este sentido, la tasa de interés promedio pactada por préstamos interbancarios se ubicó en diciembre en 14,1%, 4,9 p.p. por encima del promedio de septiembre. El promedio del monto operado en pesos se ubicó en \$652 millones, el menor valor de los últimos tres años, también reflejando la cómoda situación de liquidez bancaria que prevaleció en el trimestre (ver Gráfico VII.7).

La trayectoria de las tasas de interés pasivas fue similar a la observada para las del mercado interbancario, con aumentos en la primera mitad del trimestre y relativa estabilidad durante el resto del período. De esta forma, el promedio de la tasa BADLAR de bancos privados en diciembre se ubicó en 19,1%, con un aumento de 6,9 p.p. respecto al promedio de septiembre y de 5,6 p.p. respecto al mismo mes del año anterior. Por su parte, la tasa promedio minorista (por montos inferiores a \$100.000), alcanzó 16,6%, con un aumento trimestral de 5,4 p.p. y de 7,1 p.p. anual (ver Gráfico VII.8).

La evolución de las tasas de interés activas siguió un sendero semejante al descrito para el resto de las tasas, mostrando aumentos en todas las líneas y, en las de me-

Gráfico VII.7

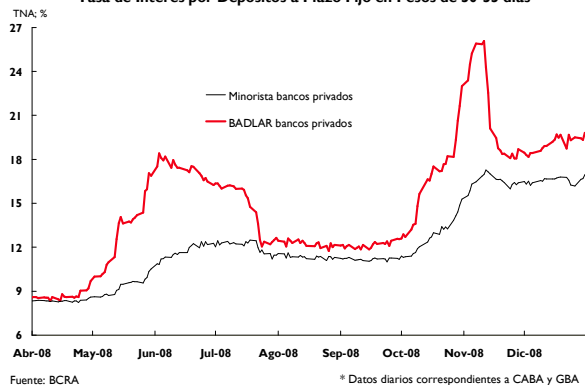
Mercado de Préstamos Interbancarios
(promedios mensuales)



Fuente: BCRA

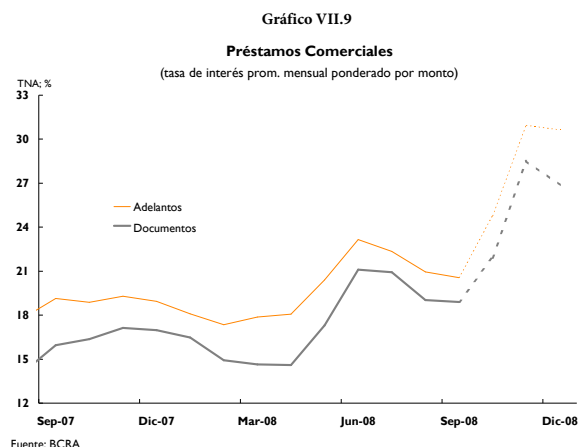
Gráfico VII.8

Tasa de Interés por Depósitos a Plazo Fijo en Pesos de 30-35 días*



Fuente: BCRA

* Datos diarios correspondientes a CABA y GBA



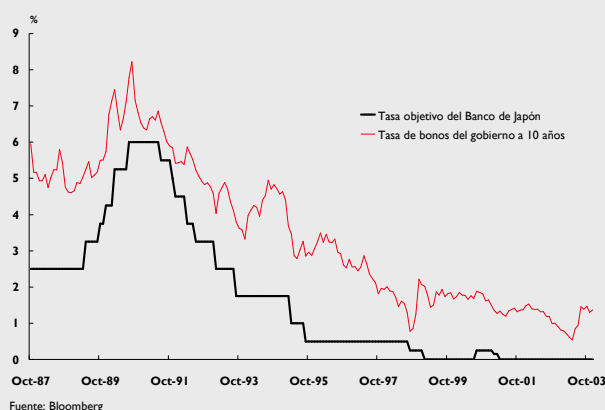
nor plazo también se evidenció cierta estabilización hacia el término del año. En particular, el promedio de la tasa de interés de adelantos se ubicó en diciembre en 30,6%, con un aumento trimestral de 10,0 p.p., mientras que el promedio de la tasa de interés para los préstamos otorgados bajo la forma de documentos a sola firma alcanzó 26,9%, 8,0 p.p. por encima del nivel registrado en septiembre (ver Gráfico VII.9). En lo que respecta a las tasas de interés de los préstamos relacionados con el consumo, la correspondiente a los préstamos personales presentó un aumento de 4,6 p.p., alcanzando un valor de 37,2%. Por último, las tasas de interés de las financiaciones de mayor plazo también registraron subas. En el caso de la tasa de interés de préstamos hipotecarios³⁷, la misma alcanzó un promedio mensual de 13,5%, con una suba de 0,6 p.p. respecto al nivel observado en septiembre. Por otra parte, la tasa de interés correspondiente a las financiaciones con garantía prendaria se ubicó en 24,7%, con una suba trimestral de 5,5 p.p..

³⁷ Esta tasa de interés está referida a las operaciones concertadas a tasa de interés fija o repactables y no comprende las convenidas a tasa variable.

Apartado 5 / Política monetaria en trampa de la liquidez: ¿es efectiva?

La profundización de la crisis financiera internacional, iniciada hace más de un año, incrementó los riesgos de una profunda recesión y ha dado lugar a una decidida acción ofensiva de parte de las autoridades de política económica de los países centrales. En efecto, se observó una fuerte reducción del objetivo de tasa de interés, ubicando la tasa de interés de referencia en algunos casos en su límite nominal. Así, el debate, especialmente en países desarrollados, en torno a la posible pérdida de efectividad de las herramientas tradicionales de la política monetaria, se torna más relevante, al tiempo que se podría comprobar en el futuro cercano si los bancos centrales poseen herramientas aún cuando las tasas de política alcanzan su límite nominal.

Gráfico 1 | Japón. Tasas de Interés



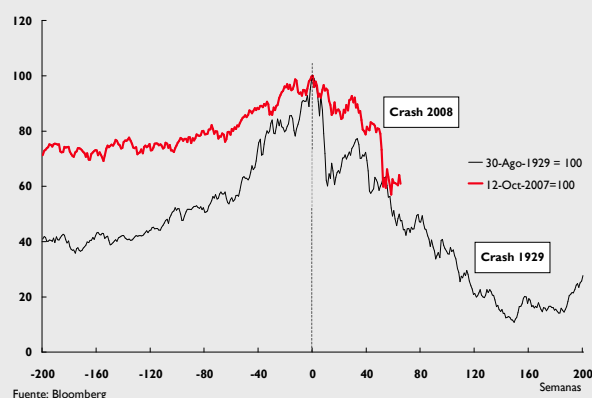
En EE.UU. la Reserva Federal (Fed) inició un ciclo bajista en septiembre de 2007, llevando la tasa de interés de los *Fed Funds* desde 5,25% hasta un rango de 0,25%-0%. Esta acción de política monetaria no tiene antecedentes en cuanto al nivel alcanzado y a la velocidad con la que se dio la reducción de la tasa de interés de referencia, aunque en la experiencia internacional se asemeja con la situación que atravesó Japón durante la década del '90. Luego de la explosión de una importante burbuja especulativa, la economía japonesa ingresó en una etapa de estancamiento de la actividad conjuntamente con una persistente deflación, que fue enfrentada mediante una agresiva reducción de la tasa de interés alcanzando durante aproximadamente una década y media tasas nominales inferiores al 1% (ver Gráfico 1).

Asimismo, muchos economistas se preguntan si la economía estadounidense enfrenta actualmente un fenómeno similar al ocurrido en la llamada "Gran Depresión". Sin embargo, la magnitud de la crisis actual resulta todavía mucho menor a la observada durante la década del '30, aunque es la más importante desde entonces. En efecto, cuando se observa la evolución de las variables macroeconómicas y financieras más relevantes, resulta

claro que la crisis actual debería profundizarse en forma significativa para poder equipararlas (ver Gráfico 2).

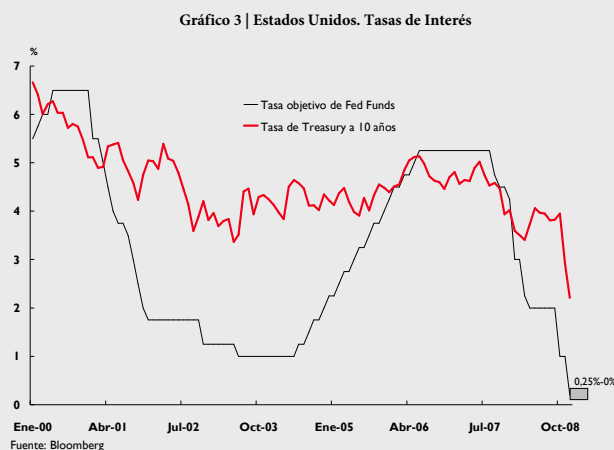
Parte de la literatura económica señala que la baja de las tasas de interés de referencia a su límite nominal disminuye casi por completo el margen de acción de los bancos centrales al no poder continuar reduciendo la tasa objetivo de ser necesario. Este escenario de política monetaria inefectiva, en el que parecería ubicarse EE.UU. en estos momentos y que se conoce como "trampa de la liquidez", es un fenómeno de estudio de la macroeconomía que podría definirse como una situación en la cual la política monetaria convencional se vuelve ineficaz ya que las tasas de interés nominales se encuentran en niveles cercanos o iguales a 0%. De esta manera, inyectar dinero en la economía no tiene efecto dado que los bonos y el dinero son vistos como sustitutos perfectos. Según este análisis, cuando las tasas de interés son lo suficientemente cercanas a cero, la elasticidad de la demanda de dinero respecto a la tasa de interés tiende a infinito. Es decir, que los agentes muestran en esta situación una "preferencia por la liquidez" demandando todo incremento adicional de la oferta monetaria sin afectar el nivel de las tasas de interés. De esta manera, se interrumpe este canal de transmisión de la política monetaria, volviéndose ineficaz para impulsar la actividad económica.

Gráfico 2 | Índice Dow Jones



Asimismo, en el caso en que la economía se encuentre por debajo de su nivel potencial de producción, la situación de trampa de liquidez no permite que se de el ajuste natural en el mercado de bienes vía una deflación de precios, ya que no tendría efectos sobre la demanda de dinero, la tasa de interés y por ende sobre la inversión y el ahorro privados. Además, la preferencia por la liquidez también afecta el nivel del multiplicador monetario debido a que altera el ratio entre efectivo en poder del sector privado y depósitos bancarios, reduciendo todavía más el impacto de la política monetaria.

Sin embargo, el actual presidente de la Reserva Federal, Ben S. Bernanke, en reiteradas oportunidades insistió en que las herramientas de la política monetaria no se agotan cuando la tasa de interés de referencia alcanza el límite nominal. Así, en la visión de Bernanke y otros, el espacio para las acciones de política monetaria expansiva no se agotaría en el “límite” impuesto por una tasa de interés nula dado que siempre puede ampliarse por diversos medios (convencionales o no) la hoja de balance de la banca central.

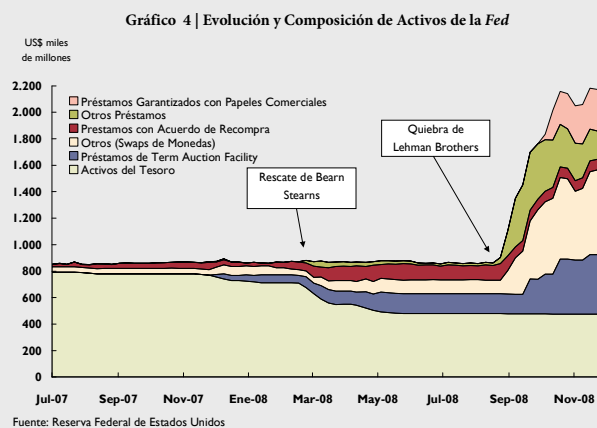


En efecto, en un entorno en el que el resto de las tasas de interés de mercado, por ejemplo las tasas de los bonos de largo plazo y de los préstamos interbancarios se han desacoplado de la tasa de referencia de los principales bancos centrales, la efectividad de la política monetaria requiere de medidas complementarias, toda vez que son estas tasas las relevantes para las decisiones de consumo e inversión (ver Gráfico 3).

En este sentido, en paralelo con la agresiva reducción de la tasa de interés de referencia, la Fed comenzó a expandir los activos de su balance, que se duplicaron en los últimos tres meses, tratando de influir sobre las condiciones crediticias prevalecientes en EE.UU. (ver Gráfico 4). Esta estrategia³⁸, denominada *credit easing*, descansa principalmente sobre tres pilares fundamentales. El primero, relacionado con el objetivo de prestamista de última instancia, es la provisión de liquidez de corto plazo a instituciones financieras. Desde el inicio de la crisis, la Fed adoptó diversas medidas extraordinarias para asegurar que las entidades tengan acceso adecuado al crédito de corto plazo. El segundo esquema radica en la provisión de liquidez en mercados de créditos específicos, donde se incluyen la ampliación estas operaciones al mercado de *commercial papers* y la implementación

³⁸ Véase, “The Crisis and the Policy Response”, Ben S. Bernanke, Enero 2009, London School of Economics.
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>.

conjunta con el Tesoro de Estados Unidos de un plan para extender préstamos a estudiantes, a la compra de automóviles, tarjetas de créditos y otros. Finalmente, el tercer conjunto de medidas se basa en la compra de bonos de largo plazo.



Además, como lo señaló también Bernanke³⁹, la mejor forma de enfrentar una depresión económica es buscando evitarla y las políticas de la Reserva Federal parecieran haber tomado este sentido. En efecto, las autoridades económicas de los países centrales han actuado rápidamente para enfrentar el problema y al presente cuentan con más herramientas de política que en anteriores períodos de crisis. Los importantes avances de la teoría económica a lo largo de los últimos 75 años han permitido mejorar sustancialmente la efectividad de las políticas anticíclicas reduciendo drásticamente los desvíos del Producto efectivo respecto al potencial, especialmente en el caso de los países más desarrollados luego de la Segunda Guerra Mundial.

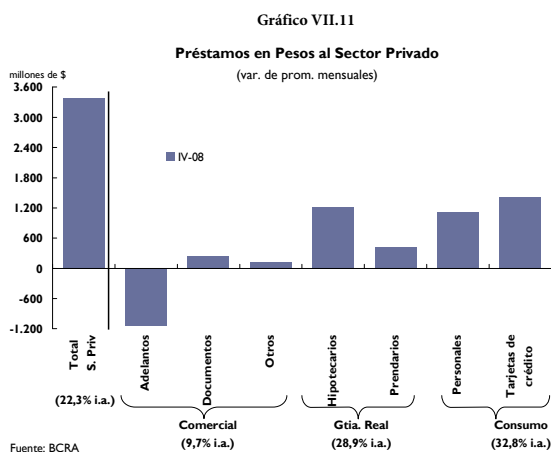
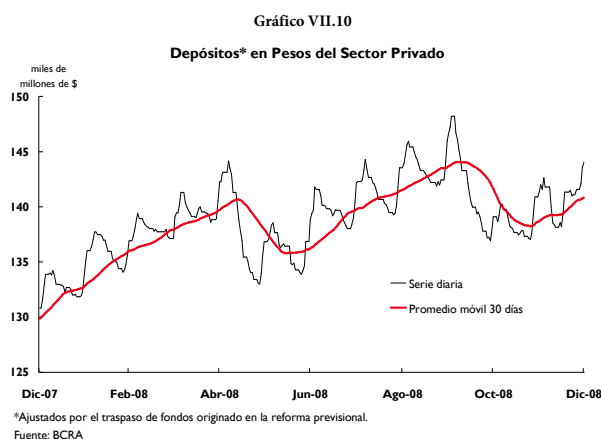
³⁹ Véase, “Deflation: Making Sure ‘It’ Doesn’t Happen Here”, Ben S. Bernanke, Noviembre 2002, National Economist Club.
<http://www.federalreserve.gov/boardDocs/speeches/2002/20021121/default.htm>.

VII.3 Agregados Monetarios Amplios y Crédito

En el cuarto trimestre de 2008, el agregado en pesos más amplio, M3, compuesto por el circulante en poder del público y los depósitos totales en pesos, disminuyó \$3.400 millones (1,3%) y finalizó el año con un crecimiento de 11,2%. Este comportamiento tuvo dos causas principales: por un lado, el ya mencionado episodio de origen externo que afectó la demanda de dinero local, y por otro, la utilización de depósitos en pesos por parte del sector público para afrontar sus vencimientos de deuda en moneda extranjera.

Para comprender la evolución de los depósitos por titular durante diciembre, es importante recordar la reciente reforma del régimen previsional que implicó la creación del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA). Esta modificación produjo el traspaso de la cartera de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) al Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) del SIPA administrado por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS), lo que implicó la reasignación de fondos desde el sector privado al sector público, con un efecto promedio aproximado de \$5.000 millones en diciembre sobre los depósitos en pesos, básicamente en el segmento de colocaciones a plazo. En este sentido, para un mejor análisis de la evolución de los depósitos por tipo de depositante, se ajustaron las variaciones trimestrales para contemplar este cambio de titularidad de los fondos.

Considerando el ajuste mencionado, el M3 privado aumentó \$1.000 millones y finalizó el año con un crecimiento de 9,5%. El aumento trimestral del M3 privado puede descomponerse en un crecimiento del circulante en poder del público de \$3.700 millones (5,4%) y una disminución de los depósitos privados de \$2.700 millones (1,9%), principalmente explicado por las colocaciones a plazo. En particular, este segmento de depósitos fue el más afectado por la mayor volatilidad en la primera parte del trimestre, cuando se verificó una disminución concentrada en el tramo de colocaciones minoristas (menos de \$1 millón). No obstante, debe mencionarse que a partir de la segunda mitad de noviembre el segmento minorista de colocaciones a plazo detuvo la trayectoria descendente que había presentado hasta entonces (ver Gráfico VII.10).



Crédito al Sector Privado⁴⁰

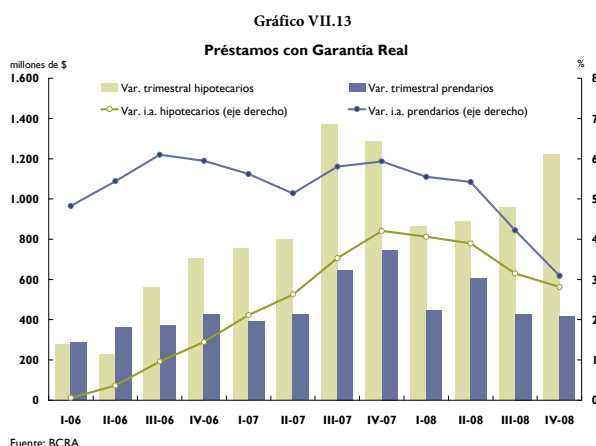
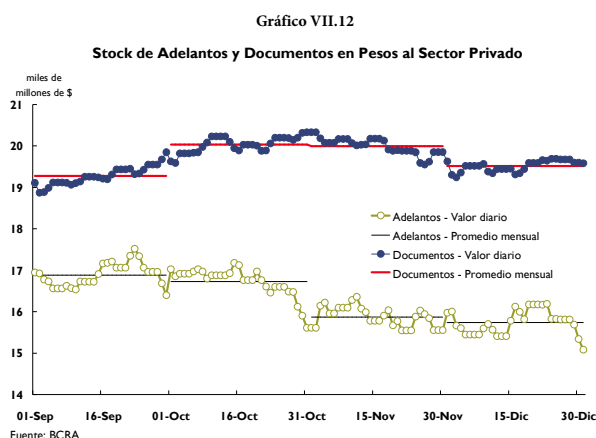
Los préstamos en pesos al sector privado mostraron en el último trimestre de 2008 un aumento de \$3.390 millones (3,2%), impulsados principalmente por los préstamos hipotecarios, personales y las financiaci3nes con tarjeta de crédito. De esta manera, reflejaron un incremento de 22,3% respecto a igual período del año anterior y continuaron mostrando una desaceleración en su ritmo de expansión interanual, que resultó generalizada en todas las líneas (ver Gráfico VII.11).

Las líneas de crédito más vinculadas con la actividad comercial presentaron en el trimestre un retroceso de \$790 millones (1,9%), variando en términos interanuales 9,7%. Esta disminuci3n estuvo explicada en su mayor parte por los adelantos en cuenta corriente, que cayeron \$1.150 millones (6,8%). En tanto, impulsadas por el fuerte incremento de octubre y a pesar de caer en los dos meses siguientes, las financiaci3nes instrumentadas con documentos avanzaron \$240 millones (1,2%). Finalmente, las restantes financiaci3nes comerciales registraron un crecimiento de \$120 millones (2,5%; ver Gráfico VII.12).

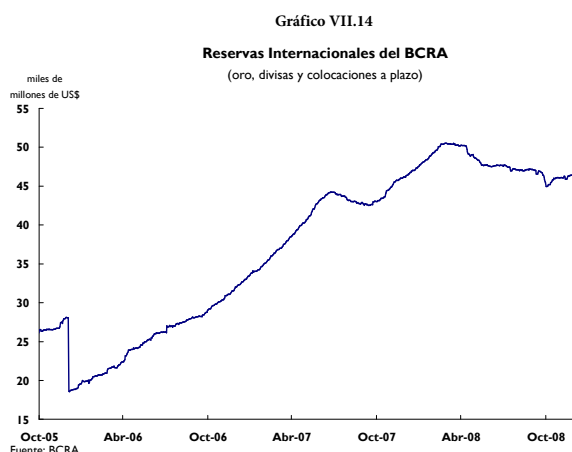
Por su parte, los créditos destinados fundamentalmente al consumo se incrementaron \$2.540 millones (6,3%), creciendo en los últimos doce meses 32,8%. Los préstamos personales ascendieron \$1.120 millones (4,2%), mientras que las financiaci3nes con tarjetas de crédito, impulsadas por las compras de fin de año, avanzaron \$1.420 millones (10,6%).

Los préstamos con garantía real aumentaron en el trimestre \$1.640 millones (6,8%), creciendo 28,9% con igual período del año previo. En este segmento, los créditos prendarios aumentaron \$420 millones (5,7%), mostrando en los últimos dos meses una desaceleraci3n en el ritmo de expansi3n que acompañó la disminuci3n en las ventas de automotores al mercado interno. En tanto, los préstamos hipotecarios ascendieron a \$1.220 millones (7,3%), registrando la mayor expansi3n del presente año (ver Gráfico VII.13).

Es importante mencionar que en el transcurso de diciembre y en el marco de la modificaci3n del régimen previsional, la ANSeS comenzó a licitar dep3sitos a plazo fijo. Las entidades financieras adjudicatarias de dichos



⁴⁰ Al igual que en los trimestres pasados, en los últimos meses se han producido movimientos contables, ocasionados por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros. En el momento de la conformaci3n de un fideicomiso financiero con cartera de préstamos de un banco, esa parte de la cartera se quita del rubro “Préstamos” en el balance y se transfiere al fideicomiso. Análogamente, cuando se transfieren préstamos desde un fideicomiso a la cartera de préstamos de un banco los créditos trasladados se registran en el rubro “Préstamos” del balance. Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por este tipo de operatoria que, si bien altera los saldos contables, no afectan al stock de financiaci3nes otorgadas.

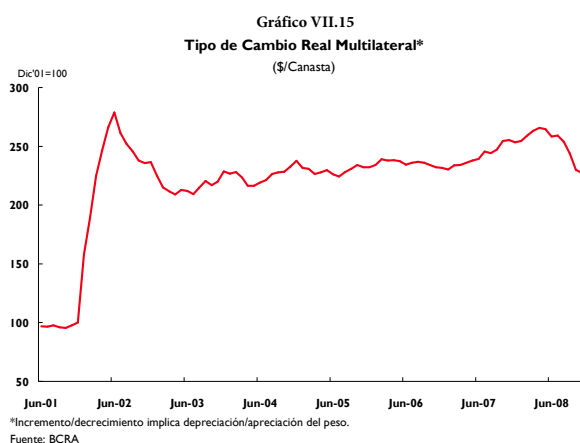


fondos deben aplicarlos al otorgamiento de préstamos personales, ya sea para consumo o compra de automotores, o para Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs). Se espera que los efectos de estas operaciones en el *stock* de préstamos comiencen a observarse recién a partir de los próximos meses.

Finalmente, los préstamos en moneda extranjera al sector privado retrocedieron en el último trimestre US\$160 millones (-2,7%), registrando en términos interanuales un aumento de 15,2%.

VII.4 Mercado de Cambios

El *stock* de Reservas Internacionales totalizó a fines de diciembre US\$46.386 millones (ver Gráfico VII.14). Dicho nivel implicó que en diciembre se registrara una cobertura del 67% del M3* privado⁴¹, muy por encima del 40% observado antes de la crisis 2001-2002. El nivel de fin de 2008 significó un descenso de 1,6% respecto al 30 de septiembre pasado. El principal factor que explicó tal caída fueron las ventas netas de divisas del BCRA en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC). Esta política, realizada en el marco del enfoque de administración de riesgos que llevó adelante el Banco Central, permitió estabilizar el mercado de cambios frente al aumento de la volatilidad de origen externo, complementándose luego con el uso de diversos instrumentos disponibles tendientes a proveer liquidez. No obstante, debe mencionarse que hacia el término del año, con el retorno de las condiciones de estabilidad al mercado monetario, el Banco Central volvió a ser comprador neto de divisas.



En el mercado de cambios, el peso se depreció respecto al dólar mayorista (Referencia) 11% en el trimestre y la cotización promedio de diciembre fue 3,42\$/US\$. La moneda local también se depreció con respecto al Euro (4,8%) en el cuarto trimestre, a diferencia de lo sucedido en el segundo y tercer trimestre del año. En diciembre, la cotización promedio fue de 4,63\$/Euro. Por el contrario, frente al Real el peso volvió a apreciarse, 16,4% en esta oportunidad, y la cotización alcanzó un promedio de 1,48\$/Real en diciembre.

De acuerdo a la última información disponible, el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral⁴² (ITCRM) indicó una apreciación del peso de 6,8% durante los dos primeros meses del trimestre. En tanto, observando la variación interanual del peso en relación con la canasta de monedas de los principales socios comerciales, la apreciación real acumulada en noviembre fue 10,9% i.a.. No obstante, debe mencionarse que los valores actuales del

⁴¹ Se define como la sumatoria del circulante en poder del público y los depósitos del sector privado en pesos y en moneda extranjera.

⁴² Los detalles metodológicos de su cálculo se encuentran disponibles en la página web www.bcr.gov.ar.

ITCRM siguen indicando una importante depreciación respecto a los niveles previos a la crisis de 2001-2002 (ver Gráfico VII.15).

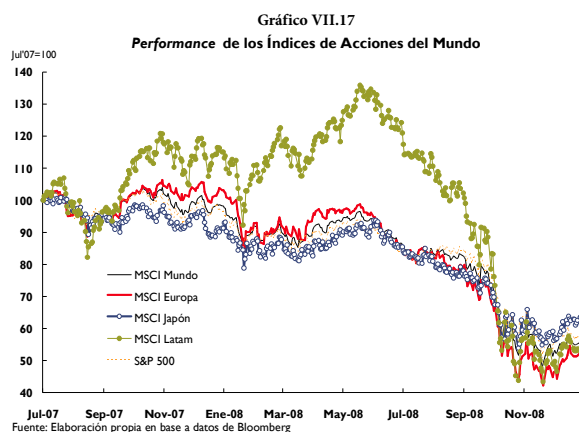
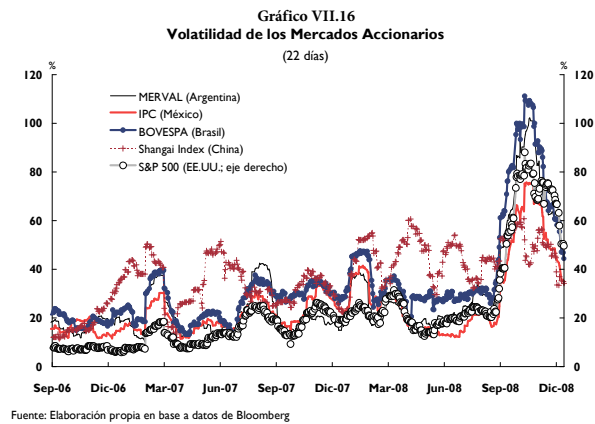
VII.5 Otros Activos

El cuarto trimestre de 2008 estuvo caracterizado por un incremento sin precedentes de la volatilidad de los mercados financieros (ver Gráfico VII.16), en el marco de la profundización de la crisis financiera internacional. Frente a este escenario, los bancos centrales reaccionaron de manera enérgica, incluso reduciendo las tasas de interés hasta su mínimo nominal, lo que renueva la importancia del debate acerca de la efectividad de la política monetaria en lo que se conoce como “trampa de liquidez” (ver Apartado 5). A pesar de las acciones de política adoptadas, se produjeron caídas considerables en los índices accionarios y una marcada salida desde activos de mayor riesgo hacia los considerados de mejor calidad. El deterioro fue más notorio durante octubre y noviembre, mientras que en diciembre se observó cierta reducción en la volatilidad de los principales índices accionarios, aunque aún permanece en niveles históricamente elevados. Así, el VIX, que mide la volatilidad esperada del Standard & Poor’s (S&P), registró en el trimestre un récord histórico, al promediar casi 60%.

La caída de las cotizaciones en los mercados de activos fue generalizada y estuvo influenciada por la crisis financiera y económica sistémica, que amenazó con comprometer el futuro de muchas de las principales entidades financieras del mundo. Se dio tanto en los mercados de renta fija como variable, de deuda soberana y corporativa, y tanto en países desarrollados como en emergentes.

Los precios de los activos de renta variable arrojaron pérdidas de manera generalizada. Puntualmente, según el índice bursátil elaborado por Morgan Stanley que engloba a la mayoría de las principales bolsas del mundo, el *Morgan Stanley Capital International (MSCI) World*, la rentabilidad en el último trimestre fue negativa en 22,2%. Analizando los resultados por regiones, el MSCI de Europa acumuló una pérdida de 22,3%, mientras que el índice de S&P de las 500 empresas de mayor capitalización de EE.UU. (S&P 500) tuvo un rendimiento negativo de 22,6%. El MSCI de las bolsas de América Latina perdió 34,8%, influenciado principalmente por la Bolsa de Valores del Estado de San Pablo (Bovespa), en tanto el MSCI de Japón cayó 9,1% (ver Gráfico VII.17).

Los *spreads* de la deuda externa de América Latina, medidos por el *Emerging Market Bond Index Plus (EMBI+)*, exhibieron un incremento de 274 p.b.. El mismo comportamiento se observó en el indicador que incluye los



países emergentes en general, con una suba de 276 p.b.. En tanto, el EMBI+ de Argentina se incrementó en 751 p.b.. Por su parte, los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años de los títulos públicos argentinos aumentaron en 2.910 puntos básicos (p.b.), y en el mismo sentido se movieron los CDS a 10 años, con una suba de 2.766 p.b..

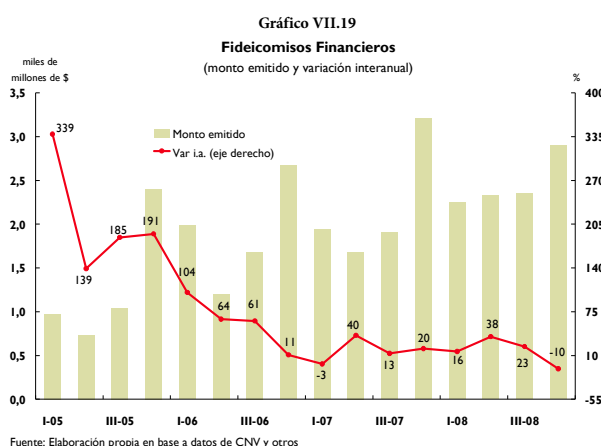
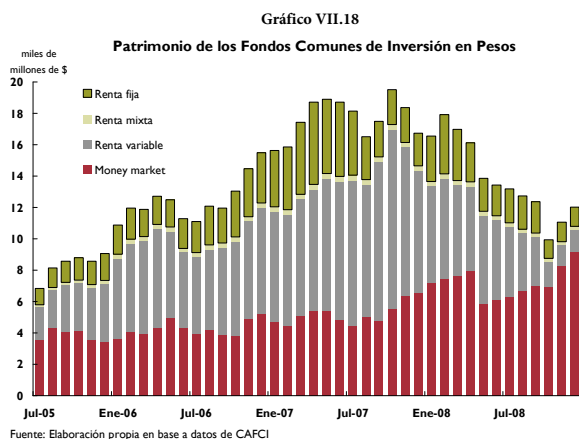
El patrimonio de los Fondos Comunes de Inversión (FCI) en pesos también reflejó la evolución de las condiciones financieras imperantes en el transcurso del trimestre y, tras recuperarse de la caída experimentada a principios del período, cerró el año 2008 en \$12.024 millones. De esta forma, disminuyó \$344 millones (2,8%) con respecto al trimestre anterior, acumulando una caída de \$4.700 millones en el año (ver Gráfico VII.18).

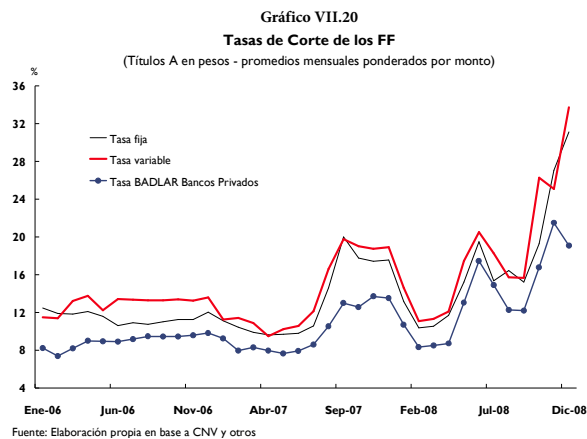
En línea con la evolución de los mercados bursátiles mencionada, el tipo de fondo que experimentó mayor disminución en su patrimonio fue el de renta variable, con una caída de \$1.730 millones (55%) en el trimestre, finalizando el 2008 con un patrimonio de \$1.395 millones. Este descenso se debió tanto a menores precios como a menores cantidades de cuotas partes. Asimismo, se registró una fuerte disminución trimestral de los fondos de renta fija (38%), que finalizaron el año con un patrimonio de \$1.237 millones. Estas bajas se vieron en parte contrarrestadas por la suba en el patrimonio de los *money market* (31%), los cuales alcanzaron un monto de \$9.165 millones al final del cuarto trimestre.

Por último, se destacó el significativo descenso del patrimonio de los FCI denominados en moneda extranjera (60%), que finalizaron el año con un patrimonio de \$1.205 millones. La caída se registró en todos los tipos de fondos, aunque principalmente en los de renta variable.

En tanto, en el mercado de Fideicomisos Financieros (FF) el impacto de la turbulencia en los mercados se reflejó más notoriamente en los rendimientos que en los montos colocados. En efecto, en el cuarto trimestre las emisiones de FF ascendieron a \$2.900 millones (ver Gráfico VII.19), lo cual significó un aumento de 23% respecto al trimestre anterior. No obstante, se evidenció una caída de 10% respecto al mismo período de 2007, lo que refleja menores ofertas para adquirir estos títulos en relación a lo esperado estacionalmente. Por su parte, la cantidad de emisiones se incrementó respecto al trimestre anterior (+22 emisiones), registrándose un total de 71 colocaciones entre octubre y diciembre. De esta forma, en el año se colocaron \$9.822 millones en FF, 13% más que lo titulado durante 2007.

Las tasas de interés de corte de los títulos *senior* se dispararon respecto al trimestre anterior, alcanzando valores





máximos históricos. En efecto, las tasas promedio ponderado por monto de los títulos concertados a tasa variable y a tasa fija se ubicaron en diciembre en 33,7% y 31,1%, respectivamente (ver Gráfico VII.20), lo que significó subas de alrededor de 17 p.p. respecto a septiembre. Por su parte, la *duration* promedio ponderada por monto de los títulos *senior* de FF emitidos durante el último trimestre del año se ubicó en 5,3 meses, 1 mes por debajo de la *duration* del trimestre previo.

En cuanto a los activos subyacentes, los vinculados al consumo (préstamos personales y tarjetas de crédito) tuvieron una participación dominante durante el último trimestre de 2008, tal como se observó a lo largo de todo el año (89% del total). El resto estuvo compuesto por créditos comerciales, prendarios y contratos de *leasing*.

Los comercios minoristas fueron fiduciarios del 36% del total (3,0 p.p. menos respecto al trimestre previo), seguidos por las emisoras de tarjetas de crédito no bancarias, con el 34% del total (3,0 p.p. más que en el trimestre pasado). Por su parte, las entidades financieras contribuyeron con el 26% de las emisiones, nivel de participación similar al del tercer trimestre.

VIII. Inflación

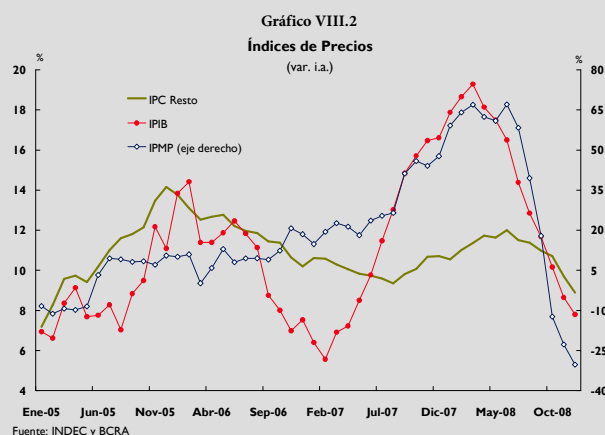
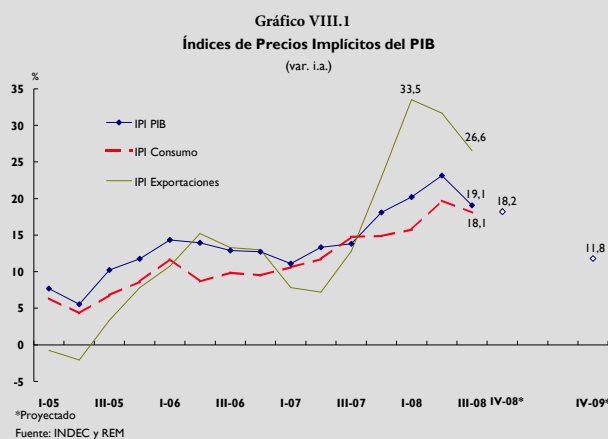
VIII.1 Síntesis

Los diferentes indicadores de precios disponibles señalan una desaceleración de la inflación a lo largo del último semestre de 2008 y en algunos casos finalizaron el año con un crecimiento inferior a 2007, aunque en general continúan exhibiendo divergencias en su ritmo de aumento. Los precios minoristas medidos por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) Resto, aproximación del INDEC a la inflación subyacente, mostraron en los últimos meses una paulatina morigeración en su crecimiento interanual (i.a.), finalizando 2008 con una tasa menor a la verificada el año previo. En el desagregado entre bienes y servicios, se observa que la mayor presión al alza aún proviene de los precios de los servicios, aunque aminorándose en el margen. En tanto, el ritmo de suba de los precios de los bienes es cada vez menor, situación explicada principalmente por la evolución de los Alimentos y bebidas.

Por su parte, los precios mayoristas profundizaron la moderación en su variación interanual, acumulando un crecimiento en 2008 inferior al del año previo. Esta evolución respondió principalmente a una desaceleración de los Productos primarios, en línea con la evolución de las materias primas a nivel internacional, al tiempo que los Productos manufacturados también exhibieron un menor ritmo de incremento en los últimos meses. En tanto, el Índice de Costos de la Construcción (ICC) quedó por debajo del alza promedio de 2007, en un marco de menor crecimiento de la actividad sectorial.

Un indicador de precios más amplio como el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, también se desaceleró y en el tercer trimestre de 2008 alcanzó un aumento de 19,1% i.a.. Este comportamiento refleja menor dinamismo tanto del IPI del Consumo Privado como del IPI de Exportaciones, siendo este último el que registra las mayores variaciones. Para el cuarto trimestre de 2008 se prevé que ambos componentes hayan continuado disminuyendo su tasa de crecimiento, llevando el IPI del PIB a 18,2% a fin de 2008, según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM).

En adelante, una profundización de la desaceleración de la inflación tendría lugar ante un menor crecimiento de la actividad agregada y el descenso en las cotizaciones de las materias primas. Aún así, una reducción sostenida de la inflación sigue vinculada a la evolución de la política fiscal, de ingresos (en particular la salarial) y de competencia, junto a la política monetaria ya ejecutada por el Banco Central.



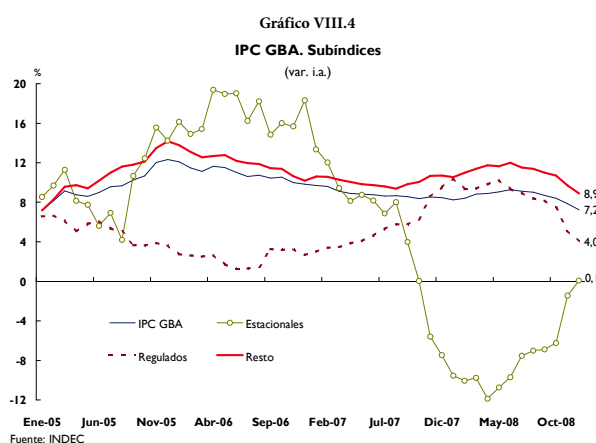
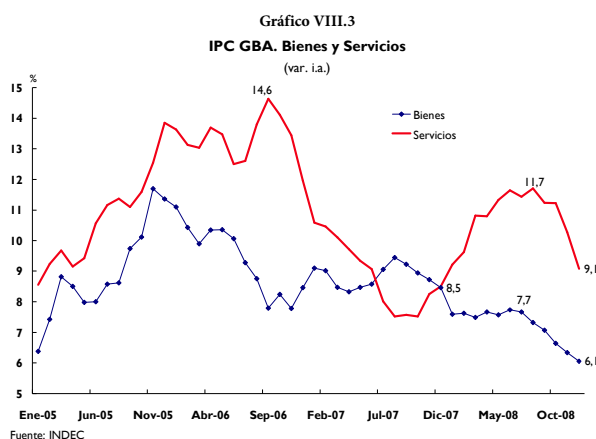
VIII.2 Precios Minoristas

Los diversos indicadores de precios disponibles se desaceleraron en la segunda mitad de 2008 y en algunos casos presentaron un crecimiento menos marcado que en 2007. La moderación responde mayormente a menores presiones por parte de algunos bienes (como los alimentos), cuyo efecto fue parcialmente compensado por la evolución de los precios de los servicios.

El Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA), luego de iniciar el año con una aceleración en su tasa de crecimiento interanual (i.a.), en el segundo semestre exhibió un menor dinamismo. Así, el indicador finalizó con un alza de 7,2% i.a., situándose 1,2 puntos porcentuales (p.p.) por debajo de lo verificado en 2007. La disminución hacia fin de año respondió en mayor medida al comportamiento de los precios de los bienes, mientras que los servicios se desaceleraron sólo en el margen, sin alcanzar a contrarrestar el crecimiento acumulado durante gran parte del año (ver Gráfico VIII.3).

A nivel de subíndices⁴³, el IPC Resto, aproximación del INDEC a la inflación subyacente, marcó seis meses consecutivos de moderación, llegando hasta 8,9% i.a. a fin de 2008, tasa que resulta 1,8 p.p. inferior a la observada en diciembre de 2007 (10,7% i.a.). Asimismo, los precios Regulados (o con alto componente impositivo) evidenciaron una desaceleración mayor, hasta 4,0% i.a., la menor tasa en más de un año y medio. No obstante, siguieron observándose ciertos aumentos puntuales en las tarifas de servicios públicos, como la electricidad y el gas⁴⁴, y en algunos bienes regulados, como las naftas⁴⁵, habiéndose anunciado más aumentos a inicios de 2009 en las tarifas de transporte público de pasajeros y los peajes⁴⁶. Contrariamente, el subíndice Estacionales (que incluye items con marcada estacionalidad y/o volatilidad en sus precios) finalizó el año con un alza de 0,1% i.a., luego de mostrar variaciones negativas de hasta -11,9% durante 2008 (ver Gráfico VIII.4).

Así el mayor crecimiento de los precios agrupados en Esparcimiento y en Indumentaria (dos rubros con elevado componente estacional), compensaron parcialmente el menor encarecimiento de los Alimentos y bebidas,



⁴³ En el presente capítulo, para la apertura del IPC GBA por subíndices (IPC Resto, Estacionales y Regulados) se procedió a empalmar las series históricas (base 1999 = 100) con las variaciones mensuales publicadas a partir de abril, cuando la nueva base pasó a ser abril 2008 = 100.

⁴⁴ Las tarifas de electricidad para usuarios residenciales se elevaron en noviembre (entre 70% y 300% para consumos superiores a 1000 Kwh). Las tarifas de gas natural para usuarios residenciales se incrementaron en octubre (entre 6% y 30% para consumos mayores a 800 m3) y nuevamente en diciembre (entre 13% y 40% para consumos por sobre 1000 m3).

⁴⁵ Los combustibles para transporte se encarecieron en torno a 18% i.a. en 2008, luego de haberse elevado a un promedio de 3% i.a. en los últimos años.

⁴⁶ Se implementaron aumentos de entre 18% y 25% en trenes, colectivos y subtes para inicios de 2009, y entre 52% y 117% en algunos peajes de acceso a la Ciudad de Buenos Aires.

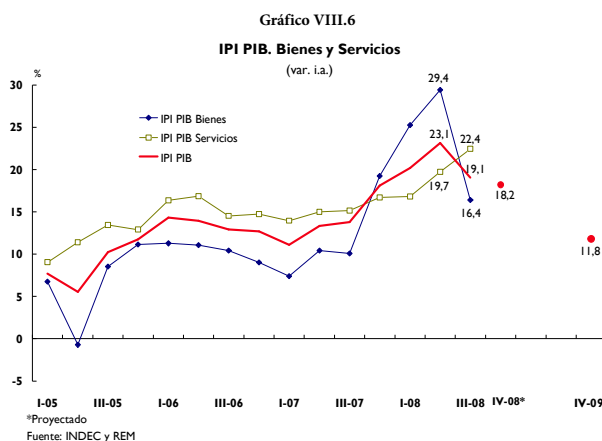
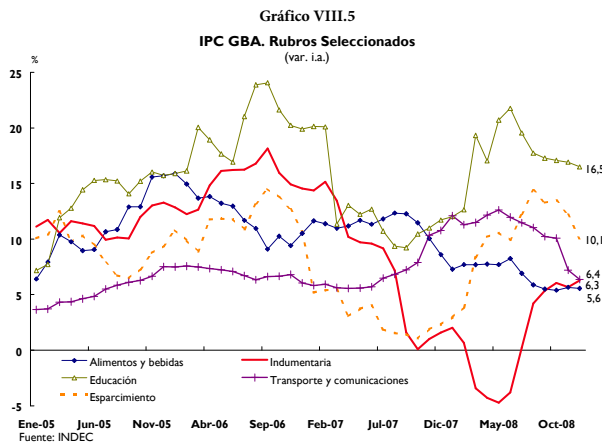
que fue el rubro que explicó la mayor parte de la moderación general del IPC GBA (ver Gráfico VIII.5).

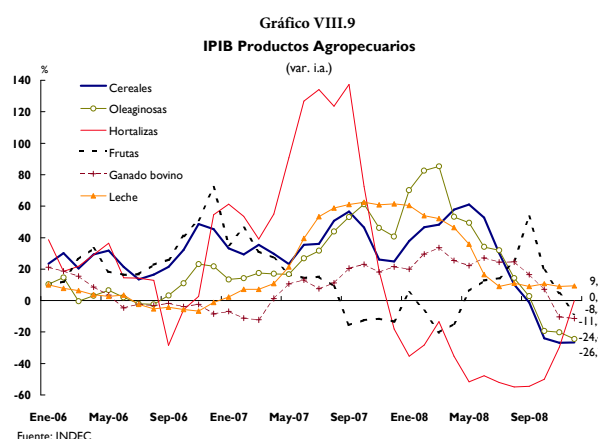
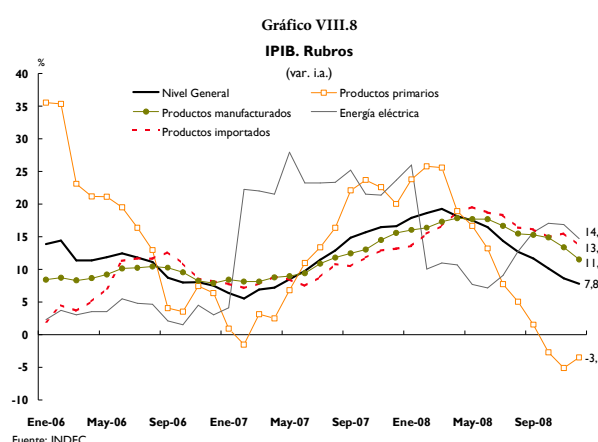
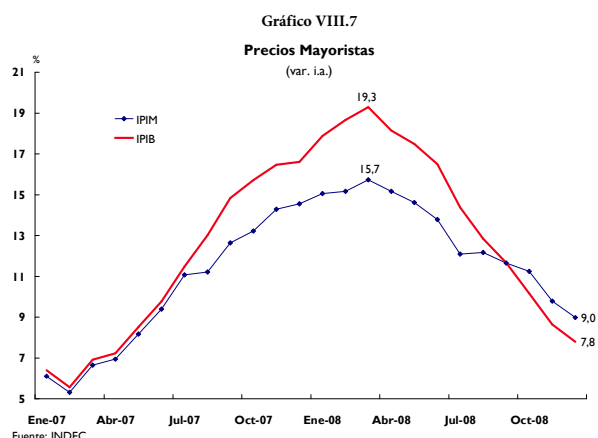
En particular, los Alimentos y bebidas a lo largo del segundo semestre redujeron su ritmo de encarecimiento, al no repetirse los problemas de abastecimiento locales que tuvieron lugar en la primera mitad del año, y ante menores presiones por parte de las cotizaciones internacionales de las materias primas. De todos modos, en adelante resta ver el impacto sobre los alimentos frescos de las sequías que afectaron a las principales zonas productoras del país (ver Sección III).

Al analizar un indicador de precios más amplio, como el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, se observa que en el tercer trimestre de 2008 se desaceleró hasta 19,1% i.a.. En el desagregado, si bien la mayor suba aún se verifica en el IPI de Exportaciones, que marcó un alza de 26,6% i.a. en el tercer trimestre, igualmente presentó una importante moderación que se prevé haya continuado en el cuarto trimestre, en línea con la evolución de las cotizaciones de las materias primas exportadas por el país (ver Sección II). En tanto, el IPI del Consumo Privado, también se desaceleró en el tercer trimestre, aunque en menor medida, llegando hasta 18,1% i.a.. Así, se prevé que el alza del IPI del PIB haya profundizado su tendencia descendente en el último trimestre del año, situándose en 18,2% i.a. según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), situación que podría continuar en 2009 (ver Gráfico VIII.1).

Por su parte, el IPI de los bienes del PIB también presentó una desaceleración marcada en el tercer trimestre, llegando a 16,4% i.a. y retrayendo parcialmente los aumentos de los dos trimestres anteriores. De este modo, el alza del IPI Bienes quedó por debajo del ritmo de suba del IPI Servicios, que siguió trepando hasta 22,4% i.a. (ver Gráfico VIII.6), exhibiendo una situación similar a la encontrada en los precios minoristas de bienes y servicios.

En adelante, la desaceleración de la inflación podría profundizarse ante un menor crecimiento de la actividad agregada y la reversión en las cotizaciones de las materias primas. De todas formas, también habrá presiones alcistas provenientes de recomposiciones tarifarias en curso. Con todo, una reducción sostenida de la inflación sigue vinculada a la evolución de la política fiscal, de ingresos (en particular la salarial) y de competencia, junto a la política monetaria ya ejecutada por el Banco Central.





VIII.3 Precios Mayoristas

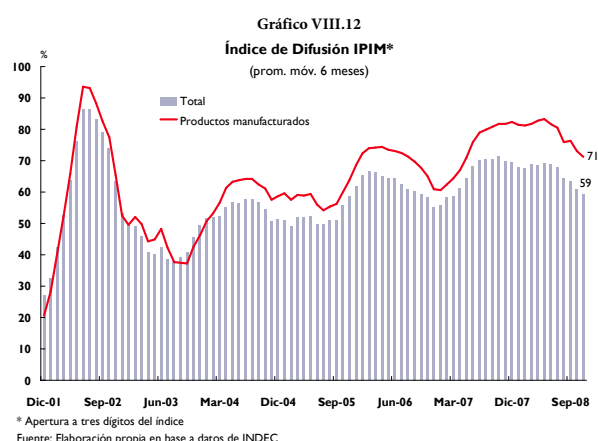
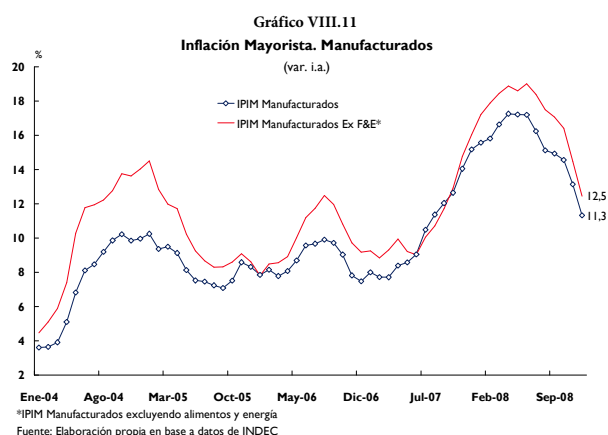
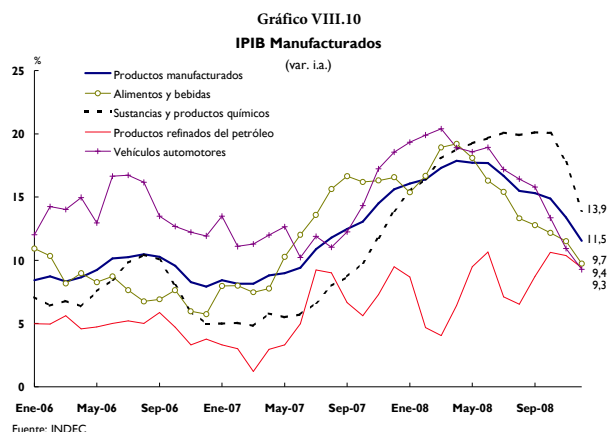
Los precios mayoristas profundizaron su desaceleración en los últimos meses y finalizaron 2008 con tasas de aumento de un dígito, inferiores a las del año previo. Así, luego de haber exhibido una tendencia creciente durante todo 2007 e inicios de 2008, el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) y el Índice de Precios Internos Básicos (IPIB)⁴⁷ redujeron sus tasas de crecimiento en diciembre a 9,0% y 7,8% i.a., respectivamente (ver Gráfico VIII.7).

A nivel desagregado se observa un menor ritmo de aumento en casi todos los componentes de los índices mayoristas, presentando los Productos primarios la mayor desaceleración. Su evolución estuvo ligada a la caída de los precios de los Productos agropecuarios, que después de haber alcanzado tasas de aumento en torno a 40% i.a. en el primer trimestre de 2008, fueron disminuyendo su crecimiento y terminaron el año con caídas, de 7,6% i.a. en promedio. Esto respondió en mayor medida a la evolución de los Productos agrícolas, en línea con los movimientos de las cotizaciones internacionales (ver Sección II). Por otra parte, los Productos manufacturados moderaron su trayectoria, alcanzando un crecimiento interanual en diciembre de 2008 de 11,5% (ver Gráfico VIII.8).

Los precios de los Productos agrícolas exhibieron una caída interanual (-22,1% en diciembre) que se explica principalmente por el comportamiento de los precios de los cereales y oleaginosas. Por otro lado, los precios de las hortalizas y legumbres finalizaron 2008 con un nivel similar al de diciembre 2007, habiendo registrado durante el año valores inferiores, lo que podría explicarse por una recomposición de la oferta debido a un mejor rendimiento de los cultivos, luego de las fuertes pérdidas registradas en 2007 (ver Gráfico VIII.9). Sin embargo, no se observó el mismo comportamiento en el Mercado Central, donde las cotizaciones de las verduras terminaron 2008 acumulando un incremento de aproximadamente 20%.

Los Productos ganaderos también morigeraron su tasa de crecimiento. Esto se debió principalmente a la baja en las cotizaciones del ganado bovino (-11,3% i.a. en diciembre), después de haber alcanzado un máximo de 5 años en marzo de 2008 (33,7% i.a.), por problemas de oferta que se fueron solucionando en el segundo semestre. El costo de la leche, por su parte, también moderó sus subas, hasta 9,3% i.a. en diciembre, tras registrar alzas superiores al 50% i.a. en los primeros meses de 2008.

⁴⁷ El IPIB representa la evolución de los precios mayoristas (IPIM) sin incluir impuestos y subsidios.



Así, el comportamiento en los Productos agropecuarios determinó menores presiones de costos sobre los precios de los Alimentos y bebidas, que es uno de los rubros con mayor desaceleración en sus precios en los índices mayoristas y minoristas.

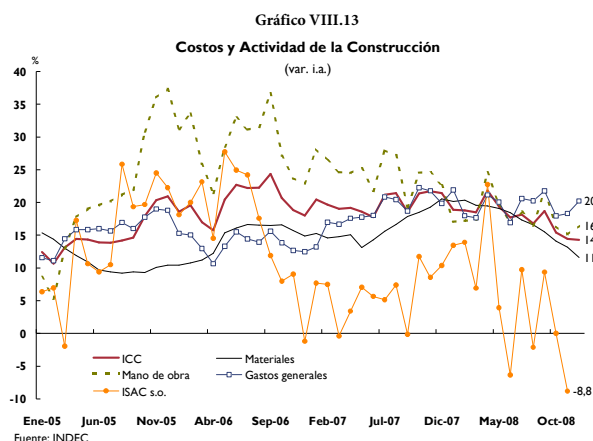
Por su parte, los precios del petróleo crudo y del gas a nivel mayorista tuvieron relativa estabilidad, acumulando una leve suba de 0,5% en el año. Las oscilaciones en las cotizaciones internacionales del petróleo no se trasladan completamente al mercado doméstico debido al esquema regulatorio de Derechos de Exportación con alícuotas móviles⁴⁸, entre otros factores que influyen en la comercialización en el mercado interno. Luego de superar en julio la barrera de los US\$140 por barril, el petróleo *West Texas Intermediate* (WTI) comenzó a retroceder cerrando diciembre con un promedio de US\$40, y una caída de 56,3% i.a., en un contexto mundial de alta volatilidad en los mercados de *commodities* (ver Sección II).

Los precios de las manufacturas perdieron el dinamismo de comienzos de año, pero exhibiendo una tendencia bajista más moderada que los Productos primarios. La menor suba de los precios de los alimentos, y en menor medida de los vehículos automotores y las máquinas y equipos explicaron el comportamiento de las manufacturas. Por su parte, los productos metálicos básicos y los productos químicos mantuvieron elevadas tasas de incremento con cierta moderación en el margen. Adicionalmente, la caída del precio del petróleo en el último trimestre del año le quitaría presión a los valores de productos químicos que lo utilizan como insumo, tal como los fertilizantes, que sumado a una menor demanda contribuiría a que se abaraten en los próximos meses (ver Gráficos VIII.10 y VIII.11).

Asimismo, la Energía eléctrica presentó un mayor ritmo de suba en la segunda parte del año (14,7% i.a. en diciembre) obedeciendo a los incrementos en las tarifas eléctricas. En tanto, los precios de los Productos importados tuvieron una tasa de aumento interanual de 13,7% en diciembre de 2008.

En este contexto, la difusión de las subas de los precios mayoristas evidenció signos de mejora, disminuyendo así el alcance de los aumentos de precios y costos sectoriales (ver Gráfico VIII.12).

⁴⁸ El actual esquema de retenciones móviles, vigente desde noviembre de 2007, implica que el máximo precio neto de Derechos de Exportación que recibe el exportador es de US\$42 para la variedad de crudo de referencia, que se mantiene invariante ante subas en los precios internacionales por encima de dicho umbral (ver Resolución N° 394/07 del Ministerio de Economía y Producción).

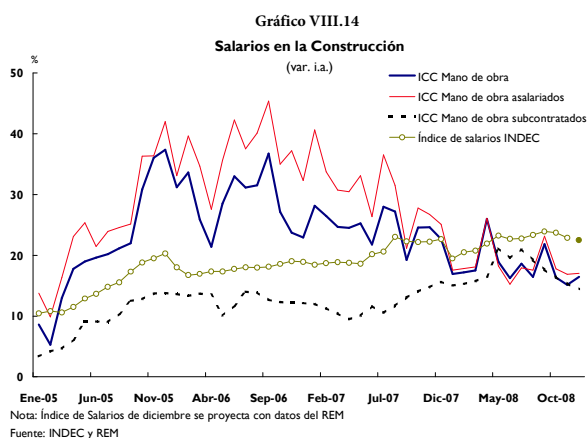


En 2009, los precios de los productos agrícolas se mantendrían en niveles menores a los de 2008, en línea con la evolución prevista de las cotizaciones internacionales de las materias primas. Asimismo, los precios mayoristas de las manufacturas también podrían mantenerse contenidos, influidos por la menor dinámica del gasto agregado.

VIII.4 Costos de la Construcción

En un contexto de caída de la actividad sectorial y de reversión de presiones externas sobre algunos insumos, el Índice de Costos de la Construcción (ICC) también experimentó una tendencia descendente en su ritmo de suba interanual en todos los rubros. Así, los costos de la construcción marcaron un aumento promedio de 17,6% i.a. en 2008, finalizando con una tasa 7,1 p.p. inferior a la de diciembre de 2007 (ver Gráfico VIII.13 y Sección III).

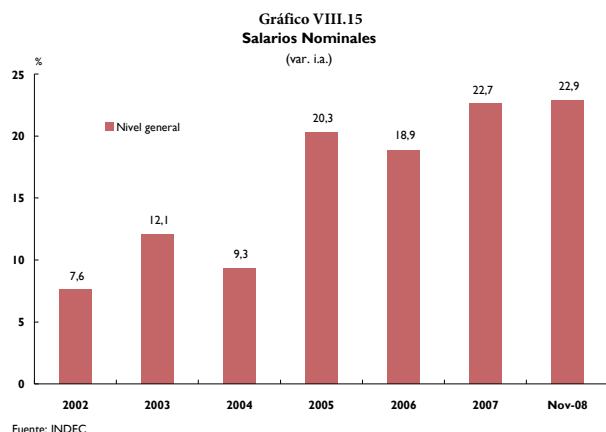
A nivel desagregado, los costos de la Mano de obra presentaron un ritmo de suba promedio de 18,1% i.a. en 2008. Con una convergencia entre las trayectorias de los componentes de Asalariados y de Subcontratados, los costos de la Mano de obra exhibieron menor vigor en la segunda mitad de 2008 y marcaron a fines de año la menor tasa de aumento interanual desde marzo de 2005. De todas formas, el alza de la Mano de obra se ubicó a lo largo de todo el año por debajo del registrado por el Índice de Salarios del INDEC, en un marco en el cual la actividad de la construcción verificó un descenso en la ocupación (ver Gráfico VIII.14).



Por su parte, el costo de los Materiales también percibe una suavización en su tasa de incremento desde comienzos del año, y en diciembre llegó a 11,6% i.a., quedando como el componente del ICC de menor crecimiento. En este caso, las principales presiones que estuvieron operando provenían del encarecimiento de los ítems con alto componente de *commodities*, como el hierro y los productos de cobre, pero en el contexto actual los precios de estos insumos están creciendo con menos fuerza y en algunos casos incluso retrocediendo.

El aumento interanual de los Gastos generales es el más volátil y actualmente resulta el componente de subas más pronunciadas, al situarse en torno a 20% i.a..

En adelante, el ICC podría continuar desacelerándose como resultado de la moderación esperada en la actividad de la construcción y la continua caída en los precios internacionales de las materias primas.



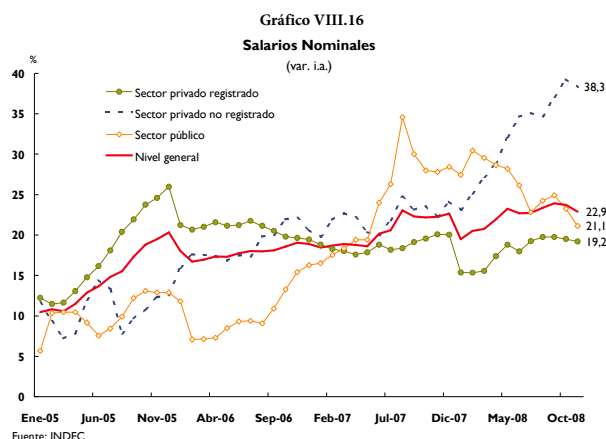
VIII.5 Salarios

Los salarios nominales continuaron creciendo durante 2008, ubicándose en torno a 23%, lo cual implica un incremento similar al evidenciado en 2007 (ver Gráfico VIII.15).

El comportamiento de las remuneraciones nominales durante el año pasado fue diferenciado entre los distintos segmentos del mercado laboral, donde el Sector privado no registrado experimentó la mayor alza, duplicando los incrementos de los trabajadores formales. En efecto, el crecimiento salarial no registrado se habría ubicado en torno a 38%, acelerando significativamente su crecimiento en relación a los años previos (ver Gráfico VIII.16).

Por su parte, los salarios en el Sector privado registrado habrían aumentado en torno a 19%, reflejando los incrementos establecidos en los convenios colectivos de trabajo. En tanto, las remuneraciones a los empleados públicos evidenciaron una suba similar.

Para el presente año se prevé que los salarios se incrementen en menor medida que lo registrado en 2007 y 2008. Esta situación se desprendería de un ritmo más moderado de la actividad económica y de un menor dinamismo del mercado laboral (ver Sección IV).



IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

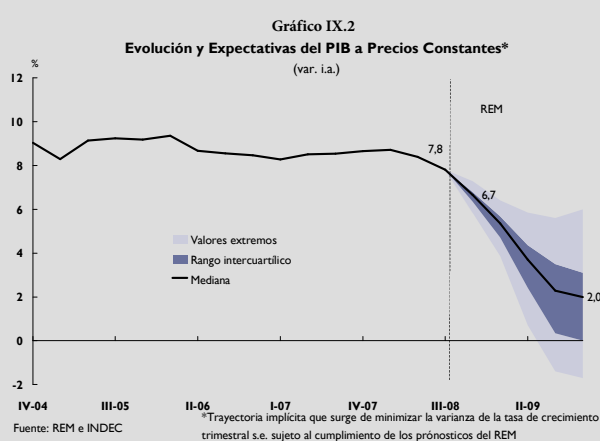
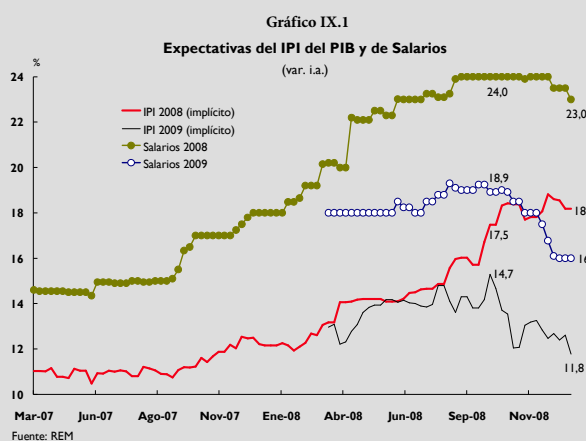
IX.1 Síntesis

Durante el cuarto trimestre de 2008, las expectativas de crecimiento para 2009 se redujeron 3,0 puntos porcentuales (p.p.), a 2,0%, debido a una caída en la contribución del Consumo (-2,0 p.p.) y de la Inversión (-1,4 p.p.), parcialmente contrarrestada por un menor aporte negativo de las Exportaciones Netas (XN). Por su parte, las proyecciones del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB para 2009 fueron corregidas a la baja en 2,9 p.p., a 11,8%.

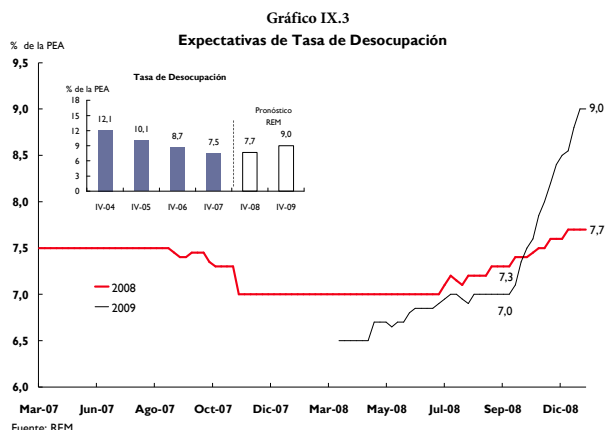
Los pronósticos de Tasa de Desocupación para el corriente año aumentaron a 9,0%, acumulando a lo largo del trimestre una suba de 2,0 p.p.. En tanto, las expectativas de variación salarial para 2009 disminuyeron 2,9 p.p., a 16,0%.

Las estimaciones de Exportaciones e Importaciones para 2009 registraron una fuerte caída, con las compras externas contrayéndose más que las ventas externas, y las previsiones de Balanza Comercial se incrementaron a US\$8.100 millones (2,6% del PIB). Por su parte, el stock de Reservas Internacionales se ubicó en 2008 por debajo de las proyecciones del REM, corrigiéndose a la baja los pronósticos para 2009 en US\$5.100 millones respecto de lo previsto en el último **Informe de Inflación** y ubicándose en US\$45.000 millones. En este contexto, el déficit implícito de la Cuenta Capital y Financiera esperado aumentó a US\$7.000 millones para 2008 y a US\$3.700 millones para el presente año.

En términos generales, las perspectivas de tasas de interés para 2009 fueron corregidas al alza, destacándose el ajuste en la tasa de interés de Plazo Fijo en pesos a 30 días y en la BADLAR, mientras que las expectativas tanto de depósitos como de préstamos en términos del PIB nuevamente fueron revisadas a la baja en el último trimestre. Asimismo, la mediana de las proyecciones del Agregado Monetario M2 para 2009 se redujo a \$195.400 millones, implicando un crecimiento de 13,7% i.a., ubicándose dentro del rango previsto en el Programa Monetario 2009 (8,7%-17,8%) y por debajo de la variación interanual esperada del PIB nominal (14,0%).

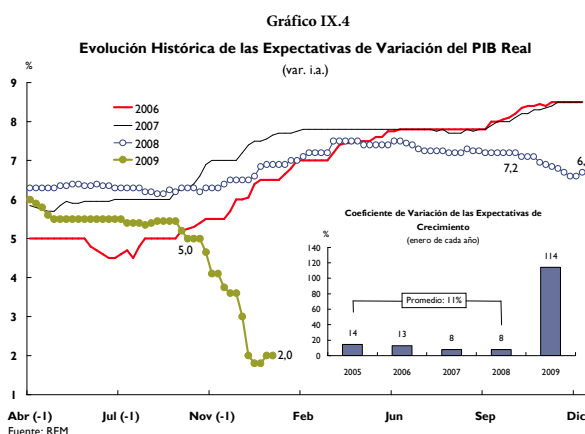


IX.2 Evolución y Principales Resultados⁴⁹

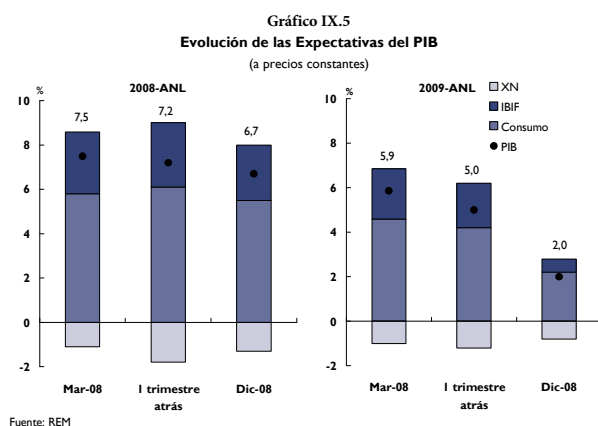


Durante el cuarto trimestre, las expectativas de variación del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB⁵⁰ para 2008 aumentaron 0,7 puntos porcentuales (p.p.) a 18,2%, en tanto fueron corregidas a la baja para 2009 en 2,9 p.p., a 11,8%, revirtiendo en este último caso la tendencia que presentaron en el último **Informe de Inflación**. Los desvíos estándar de las perspectivas individuales (2,5% para ambos años) superan las dispersiones observadas en diciembre de 2007 para horizontes de pronóstico similares (en torno a 1,3%), dando cuenta de que existe un menor grado de consenso acerca de la evolución de esta variable en el mediano plazo (ver Gráfico IX.1).

Del mismo modo, las proyecciones de variación salarial para 2009 registraron una caída de 2,9 p.p., a 16,0%. Por su parte, las estimaciones del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) exhiben una Tasa de Desocupación en aumento para 2009, acumulando un incremento de 2,0 p.p. en el último trimestre, llevando el valor esperado para la variable a 9,0% (ver Gráfico IX.3).



En diciembre se conocieron los datos de PIB del tercer trimestre de 2008, que resultaron inferiores en 0,7 p.p. respecto de lo proyectado un trimestre atrás. De manera similar, tanto el Consumo⁵¹ como la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) registraron un crecimiento inferior a lo proyectado por el REM en septiembre pasado. En este contexto, las estimaciones de PIB real para el año pasado mermaron 0,5 p.p., a 6,7%, debido a un menor aporte tanto del Consumo como de la IBIF, parcialmente contrarrestado por una inferior contribución negativa de las Exportaciones Netas (XN).

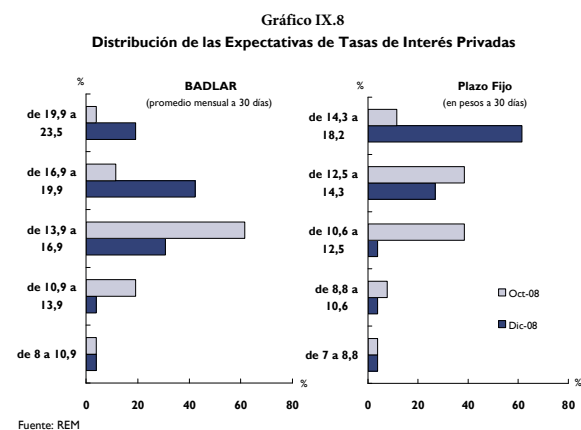
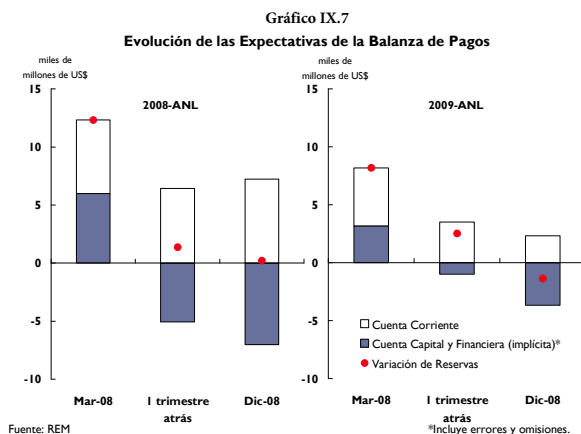
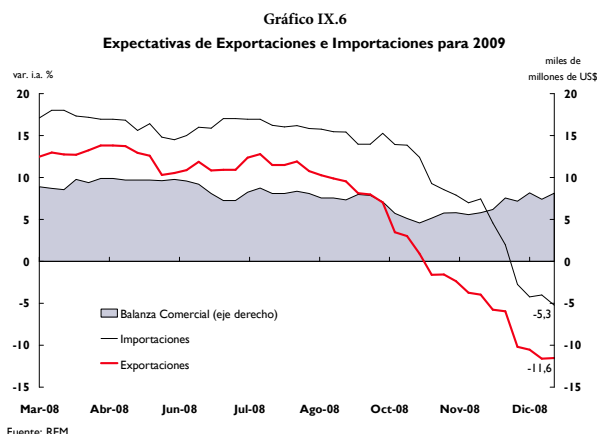


Por su parte, las expectativas de crecimiento para 2009 se redujeron 3,0 p.p., a 2,0%, destacándose la disminución en el aporte del Consumo (-2,0 p.p.) y en menor medida de la IBIF (-1,4 p.p.). Las previsiones de PIB a precios constantes para 2009 han seguido una tendencia bajista, acumulando desde que comenzó su relevamiento en marzo de 2008 una caída de 4,0 p.p., a diferencia de años anteriores en que las mismas habían registrado un aumento promedio de 1,3 p.p. en igual período de comparación. Por otro lado, existe un mayor grado de incertidumbre en torno a cuál será la tasa de crecimiento para el corriente año. En efecto, el coeficiente de variación de las perspectivas de PIB real para 2009 alcanza 114%, superando ampliamente los registrados a inicios de años anteriores para igual horizonte de pronóstico (11% en promedio). Además, por primera vez existen participan-

⁴⁹ Corresponde a la semana estadística 293 finalizada el 7 de enero de 2009.

⁵⁰ Estimación implícita en las proyecciones de PIB, no relevada directamente.

⁵¹ Incluye el Consumo Privado, Consumo Público, Discrepancia Estadística y Variación de Existencias.



tes que están estimando un crecimiento nulo o negativo del Producto (ver Gráficos IX.2, IX.4 y IX.5).

En términos desestacionalizados⁵² (s.e.), el PIB aumentaría según el REM 0,4% en el cuarto trimestre de 2008, impulsado por tasas de variación de 0,3% s.e. del Consumo y de 0,5% s.e. de la IBIF. De verificarse lo estimado por los participantes, el crecimiento del PIB previsto para 2008 dejaría un arrastre estadístico de 1,5 p.p. para 2009, por debajo de lo previsto para años anteriores.

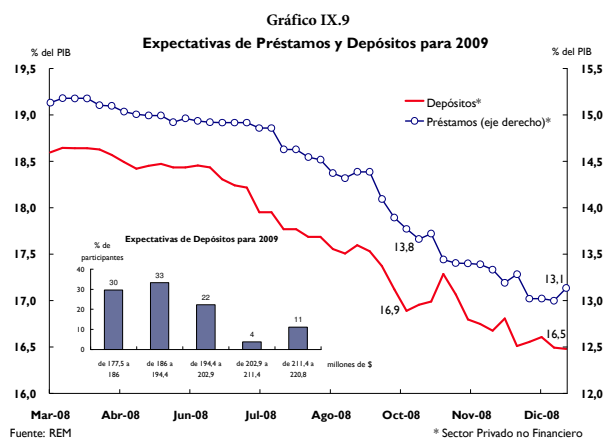
En consonancia con la caída esperada del Producto, las proyecciones del Estimador Mensual Industrial (EMI) disminuyeron 1,4 p.p. a 4,9% para 2008 y 3,0 p.p. a 2,0% para 2009, acentuándose la desaceleración de la actividad industrial esperada un trimestre atrás.

En los últimos tres meses las expectativas de Exportaciones e Importaciones para 2009 fueron revisadas nuevamente a la baja, registrando en esta oportunidad las compras externas un merma mayor que las ventas externas. De este modo, el REM estima que las Exportaciones alcanzarían un valor de US\$63.000 millones, US\$12.100 millones menos que lo proyectado en el último **Informe de Inflación**, mientras que las previsiones de Importaciones disminuyeron US\$14.600 millones a US\$55.000 millones. Es la primera vez que se registra una variación interanual negativa en las perspectivas de ambas variables. En este contexto, el superávit comercial implícito totalizaría US\$8.100 millones (2,6% del PIB; ver Gráfico IX.6). Por otra parte, los pronósticos del Saldo de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos aumentaron ligeramente para 2008 a US\$7.200 millones (2,2% del PIB), en tanto para 2009 fueron ajustados a la baja en US\$1.200 millones a US\$2.300 millones (0,7% del PIB).

El stock de Reservas Internacionales en 2008 totalizó US\$ 46.386 millones, US\$1.200 millones por debajo de lo esperado por el REM en septiembre pasado. Para 2009, la perspectiva disminuyó US\$5.100 millones respecto de lo estimado un trimestre atrás, a US\$45.000 millones. En este contexto, el déficit implícito de la Cuenta Capital y Financiera esperado ascendió a US\$7.000 millones para 2008 (2,2% del PIB) y a US\$3.700 millones para 2009 (1,2% del PIB; ver Gráfico IX.7).

En términos generales, las proyecciones de tasas de interés fueron corregidas al alza para 2009, destacándose el ajuste en la tasa de interés de Plazo Fijo en pesos a 30 días y en la BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate). En este sentido, las estimaciones para el primer caso se incrementaron en 270 puntos básicos

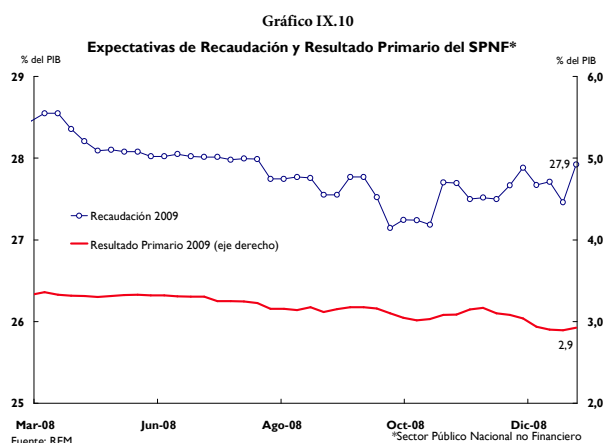
⁵² Estimación implícita, considerando los coeficientes de estacionalidad de los últimos dos años. La expectativa para el cuarto trimestre se obtiene a partir de la proyección anual.



(p.b.), a 15,0%, y las correspondientes a la BADLAR lo hicieron en 300 p.b., a 17,3% (ver Gráfico IX.8).

Las expectativas de Depósitos totales del sector privado no financiero en términos del Producto para 2009 fueron corregidas nuevamente a la baja a 16,5%, 0,4 p.p. por debajo de lo estimado un trimestre atrás, implicando una caída en términos nominales de \$15.600 millones y totalizando un *stock* de \$192.400 millones (17,5% interanual -i.a.-). Similar comportamiento siguieron las expectativas de Préstamos totales al sector privado no financiero, disminuyendo 0,7 p.p. del PIB, a 13,1%, con una reducción en términos nominales de \$16.200 millones a \$153.300 millones (19,3% i.a.; ver Gráfico IX.9).

La mediana de las previsiones del Agregado Monetario M2 para 2009 fue revisada a la baja en \$6.200 millones a \$195.400 millones. De este modo, la variación interanual alcanzaría 13,7%, ubicándose dentro del rango previsto en el Programa Monetario 2009 (PM 2009; 8,7%-17,8%) y por debajo de la variación interanual esperada del PIB nominal (14,0%)⁵³.



Las perspectivas de Recaudación Tributaria Nacional para 2009 disminuyeron en \$9.500 millones respecto de lo proyectado en el **Informe de Inflación** anterior, y de esta forma se prevé que la misma ascienda a \$326.000 millones, a pesar de la Reforma Previsional. Los participantes esperan que la tasa de crecimiento interanual se desacelere desde 34,8% en 2008 a 21,0% en 2009. En tanto, la presión tributaria aumentaría a 27,9%, 0,7 p.p. más respecto a un trimestre atrás y 1,6 p.p. sobre la que se habría registrado en 2008. Por su parte, la mediana del Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) para 2009 fue corregida a la baja en \$3.400 millones a \$34.100 millones (2,9% del PIB; ver Gráfico IX.10).

⁵³ Se compara la variación interanual punta (dic./dic.) del Agregado Monetario M2 y la variación interanual promedio del PIB corriente.

Resultados del REM. Diciembre 2008

VARIABLES	2009-NOV		
	Promedio	Mediana	Desvío
IPC: var. 12 meses; en %	7,8	7,8	1,2

VARIABLES	2008-NOV			2008-DIC			2009-ENE			2009-FEB			2008-ANL			2009-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío
Precios																		
IPC: var. mensual; en %				0,5	0,5	0,2	0,6	0,6	0,2				8,6	8,6	0,7	8,4	8,0	1,7
IPC: var. interanual implícita, en % ¹					7,4			7,0										
IPC: var. anual; en % (diciembre/diciembre)													8,2	7,5	1,3	8,4	8,0	1,5
Índice de Salarios Nivel General: var. mensual; en %				1,15	1,08	0,41							23,1	23,0	1,4	16,4	16,0	3,2
Monetarias y Financieras																		
Agregado Monetario M2 (\$): promedio mensual en mil. de \$							171.388	173.100	5.977				168.629	171.863	7.201	195.128	195.446	6.345
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$): prom. mensual; en mil. de \$							167.670	167.071	2.972				167.046	163.850	5.171	193.642	192.400	11.759
Prestamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$): prom. mensual; en mil. de \$							130.371	130.201	1.151				128.958	128.526	3.891	156.050	153.347	9.914
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %							15,1	15,3	1,2				15,1	15,9	2,0	14,7	15,0	2,2
Tasa de Interés: Libtas en \$ a un año (promedio mensual); en %							12,8	12,2	1,4			12,2				13,4	12,9	1,8
Tasa de Interés: Pasos Pasivos en \$ a 7 días; en %							11,0	11,0	0,3				10,9	11,0	0,6	11,2	11,0	1,5
Tasa de Interés: BADLAR promedio mensual de bolsa, priv. a 30 días en \$; en %							18,3	18,5	1,5				18,2	19,0	2,5	17,2	17,3	3,3
Tipo de Cambio Nominal: promedio mensual; \$/US\$							3,46	3,46	0,03			3,49				3,84	3,89	0,26
Actividad Económica																		
EMAE: var. interanual; en %	4,3	4,5	1,1	3,7	4,0	1,4							6,7	6,7	0,4	2,1	2,1	2,2
EMI: var. interanual; en %				0,4	0,0	2,7	-0,3	-0,8	2,4				5,3	4,9	0,9	1,8	2,0	2,6
Sector Externo																		
Exportaciones; en mil. de us\$				5,401	5,250	537	4,984	5,038	5,44				71,526	71,318	1,384	65,521	63,078	7,748
Importaciones; en mil. de us\$				4,152	4,105	465	4,107	4,099	390				58,520	58,000	1,371	57,263	54,950	6,949
Fiscales																		
Recaudación Tributaria Nacional; en mil. de \$							25,054	25,318	1,483			23,151				323,489	326,000	20,743
Resultado Primario del SPNF; en mil. de \$				-830	-1,000	1,289	2,466	2,489	997				34,579	35,000	1,988	36,396	34,131	15,096

2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES	2008-TR4			2009-TR1			2009-TR2			2008-ANL			2009-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío
Actividad Económica															
PIB a precios constantes: variación interanual; en %	4,1	4,0	1,2	2,4	2,7	1,3				6,7	6,7	0,3	1,8	2,0	2,1
PIB a precios corrientes; en mil. de \$										1,016,164	1,024,000	28,050	1,157,329	1,167,500	48,837
Consumo Total a precios constantes: variación interanual; en %	5,0	5,1	1,4	2,9	3,0	1,5				7,2	7,2	0,5	2,0	2,9	2,5
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes; variación interanual; en %	5,2	5,7	3,4	1,0	1,7	5,0				11,7	11,3	1,9	3,0	2,6	6,3
Tasa de desocupación; en %				8,5	8,5	0,6				7,7	7,7	0,5	8,7	9,0	1,2
Sector Externo															
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mil. de US\$	1691,0	1,880	614	886	1,000	674				6,970	7,230	1,094	2,736	2,300	2,024
Monetarias y Financieras															
Reservas Internacionales: fin de período; en mil. de US\$				46,142	46,525	1,802							47,435	45,000	7,830

¹ Esta variable no es relevada en el REM y su valor se obtiene implícitamente.

Glosario de Abreviaturas y Siglas

Acum.: Acumulado

ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina

AFJP: Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones

ANSeS: Administración Nacional de la Seguridad Social

AT: Adelantos Transitorios

BADLAR: *Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate* (Tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos en el tramo de 30 a 35 días por el promedio de entidades financieras)

BCB: Banco Central de Brasil

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BDI: Baltic Dry Index

BID: Banco Interamericano de Desarrollo

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

BoJ: Banco de Japón

BPC: Banco Popular de China

Bovespa: Bolsa de Valores del Estado de San Pablo

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

CAFCI: Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión

CCBCRA: Cuentas Corrientes de las Entidades Financieras en el Banco Central de la República Argentina

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

CEO: *Chief Executive Officer*

CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CFI: Coparticipación Federal de Impuestos

CIF: *Cost of Insurance and Freight*

CNV: Comisión Nacional de Valores

CPFF: *Commercial Paper Funding Facility*

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

DAX: Índice bursátil de referencia de la Bolsa de Fráncfort

DJ: Índice bursátil Dow Jones

DJVE: Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior

EE.UU.: Estados Unidos

EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index*

EMI: Estimador Mensual Industrial

EMTA: *Emerging Markets Trade Association*

ENARSA: Energía Argentina S.A.

EPFR: *Emerging Portfolio Funds Research*

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

Euribor: *Europe Interbank Offered Rate*

FCI: Fondos Comunes de Inversión

Fed: Reserva Federal de EE.UU.

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

FF: Fideicomisos Financieros

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

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

FOMC: Federal Open Market Committee (Comité Federal de Mercado Abierto)

F&E: *Food and Energy* (Alimentos y Energía)

GBA: Gran Buenos Aires

HICP: Índice Armonizado de Precios al Consumidor de la Unión Monetaria

i.a.: Interanual

IBGE: Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

ICC: Índice del Costo de la Construcción

ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias

IDL: Índice de Demanda Laboral

IED: Inversión Extranjera Directa

IGA: Indicador General de Actividad

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

IOF: Impuesto a las transacciones financieras

IPC: Índice de Precios al Consumidor

IPC GBA: Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires

IPC Resto: IPC excluidos los bienes y servicios con componentes estacional y/o volátil significativo y aquellos sujetos a regulación o con alto componente impositivo

IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)

IPI: Índice de Precios Implícitos

IPI FIEL: Índice de Producción Industrial de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

IPIB: Índice de Precios Internos Básicos

IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas

IPP: Índice de Precios al Productor

IRD: Inversión Real Directa

ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción

ISM: *Institute for Supply Management*

ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos

ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

IVA: Impuesto al Valor Agregado

IVA DGA: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas

IVA DGI: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Impuestos

Kwh: Kilovatio hora

LATAM: Latinoamérica

LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)

LIBOR: *London InterBank Offered Rate*

LME: *London Metal Exchange*

M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$

M2 privado: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$ del sector privado

M3: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$

M3 privado: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$ del sector privado

M3* privado: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$ del sector privado

Merval: Mercado de Valores de Buenos Aires

MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario

MOI: Manufacturas de Origen Industrial

MRO: *Main Refinancing Operations* (tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo)

MSCI: *Morgan Stanley Capital International Index*

MULC: Mercado Único y Libre de Cambios

NA: Nominal anual

NBER: *National Bureau of Economic Research*

NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)

OIS: *Overnight Index Swap*

OJF: O. J. Ferreres

ONCCA: Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario

OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo

O/N: *Overnight*

p.b.: Puntos básicos

p.p.: Puntos porcentuales

PCE: *Personal Consumption Expenditures* (Índice de Precios de los Gastos de Consumo Personal)

PEA: Población Económicamente Activa

PIB: Producto Interno Bruto

PM 2008: Programa Monetario 2008

PM 2009: Programa Monetario 2009

PMI: *Purchasing Managers Index* (Índice de Gerentes de Compras)

PP: Productos primarios

PN-09: Presupuesto Nacional 2009

Prom.: Promedio

Prom. móv.: Promedio móvil

PyMEs: Pequeñas y Medianas Empresas

REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado

Repo: Tasa de interés de referencia del Banco de Inglaterra

ROE: Registro de Operaciones de Exportación

s.e.: Serie sin estacionalidad

s.o.: Serie original

S&P: *Standard and Poors* (Índice de las principales acciones en EE.UU. por capitalización bursátil)

SAGPyA: Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos

SDR: *Special Drawing Right* (Derechos Especiales de Giro)

SIJyP: Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones

SIPA: Sistema Integrado Previsional Argentino

SPNF: Sector Público Nacional no Financiero

TAF: *Term Auction Facilities*

TALF: *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*

TARP: *Troubled Asset Relief Program*
TCN: Tipo de cambio nominal
TCR: Tipo de cambio real
TED: *Treasury Eurodollar*
TI: Términos del Intercambio
TN: Tesoro Nacional
tn.: Tonelada
TNA: Tasa Nominal Anual
Trim.: Trimestral / Trimestre
UCI: Utilización de la Capacidad Instalada
UE: Unión Europea
US\$: Dólares Americanos
USDA: *United States Department of Agriculture* (Secretaría de Agricultura de EE.UU.)
UTDT: Universidad Torcuato Di Tella
Var.: variación
VDAX: Índice de volatilidad del DAX
VIX: *CBOE Volatility Index*
WTI: *West Texas Intermediate*
XN: Exportaciones Netas