



Informe de Inflación

Cuarto Trimestre de 2008



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Inflación

Cuarto Trimestre de 2008



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe de Inflación
Cuarto Trimestre 2008**

ISSN 1668-0561
Edición electrónica

Fecha de publicación | Octubre 2008

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: analismacro@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 deseé 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 Aparatos, 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 10 de octubre y la próxima publicación, correspondiente al primer trimestre de 2009, será el 21 de enero a través de internet.*

Buenos Aires, 22 de octubre de 2008

Contenido

Pág. 5 | **I. Visión Institucional**

Pág. 10 | **II. Contexto Internacional**

Pág. 20 | *Apartado 1 / La crisis financiera internacional*

Pág. 24 | **III. Actividad Económica**

Pág. 33 | **IV. Empleo y Salarios**

Pág. 37 | **V. Sector Externo**

Pág. 39 | *Apartado 2 / La caída reciente de los precios de las Materias Primas y los Términos de Intercambio*

Pág. 45 | **VI. Finanzas Públicas**

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

Pág. 63 | *Apartado 3 / Medidas globales de política económica*

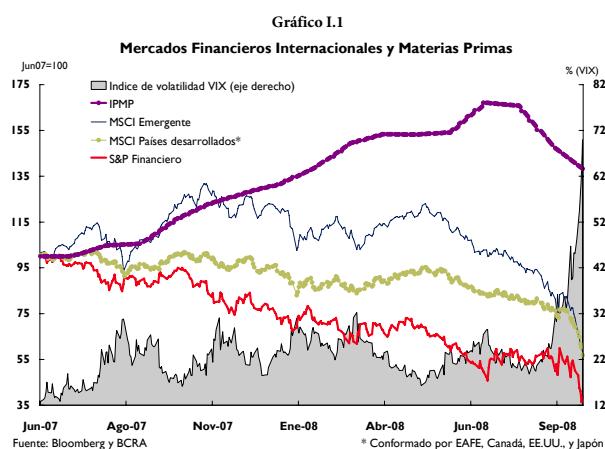
Pág. 65 | **VIII. Inflación**

Pág. 72 | **IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)**

Pág. 76 | Resultados del REM. Septiembre de 2008

Pág. 77 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

I. Visión Institucional



Durante el último trimestre se observó un sustancial agravamiento de la confianza en las instituciones y los mercados financieros mundiales. Las amenazas contra la estabilidad sistemática se pusieron de manifiesto en septiembre a partir de la quiebra de instituciones clave de Estados Unidos y Europa, originando caídas significativas de los precios de los activos, incrementos de pérdidas y aumentos de las probabilidades de una pronunciada desaceleración de la economía mundial. Al respecto, la caída de Lehman Brothers sin duda marcó una bisagra en este histórico proceso de destrucción de valor de los activos financieros. La conjugación de riesgos de liquidez y solvencia desembocó en un período de elevados diferenciales entre las tasas de interés de corto plazo y volúmenes de transacciones sustancialmente reducidos (ver Apartado 1). Desde entonces los banqueros centrales y autoridades económicas del mundo desarrollado han estado centrando sus esfuerzos en desactivar la amenaza de desintermediación financiera que comenzó a gestarse (y que aún persiste) por las graves consecuencias que ello implica para la economía real. Estas intervenciones parciales para aliviar las tensiones de liquidez y resolver la situación de las instituciones en dificultades no consiguieron devolver la confianza al mercado. Sin embargo, durante las últimas semanas se adoptaron una serie de medidas extraordinarias y coordinadas con el objetivo de abordar de manera más abarcativa los problemas de fondo (ver Apartado 3).

La economía mundial se encuentra frente a una fuerte desaceleración y a un extremadamente volátil entorno financiero. Varias economías avanzadas están entrando en recesión, mientras que los países emergentes también registrarían un menor ritmo de expansión. La situación es excepcionalmente incierta y los riesgos a la baja en el crecimiento económico son considerables. La importante disminución de los precios de las materias primas durante el último trimestre (ver Apartado 2), sumada a la ralentización de la actividad económica, redujo las presiones inflacionarias a nivel global. Así, el desafío inmediato para las autoridades económicas es stabilizar las condiciones financieras, mitigando el impacto sobre el sector real de la economía.

Este contexto donde el sistema financiero internacional enfrenta dificultades extremas producto de políticas crediticias imprudentes, activos de dudosa calidad, un marco regulatorio permisivo y un excesivo grado de apalancamiento que dio lugar a problemas de liquidez y solvencia, contrasta con la realidad del sistema monetario y financiero local. En este sentido, Argentina presenta for-

talezas en todos esos frentes gracias al trabajo que desde el BCRA se ha venido haciendo a lo largo de estos últimos años. En efecto, se ha robustecido la salud del sistema doméstico, pues se cuenta con un amplio stock de liquidez, con ratios de activos líquidos de poco más del 40% de los depósitos totales si se computan las Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC) y prácticamente sin asistencia por redescuentos. En cuestiones de solvencia, las entidades -a contramano de lo que sucede en el mundo desarrollado- duplicaron su patrimonio en los últimos cinco años y presentan un muy bajo nivel de morosidad (3%), inclusive con previsiones en exceso de este defecto. Además, producto de la regulación prudencial, se redujo drásticamente la exposición al Sector Público, que actualmente representa sólo el 13% de los activos (el Gobierno pasó de ser deudor neto a acreedor neto de la banca). Actualmente sólo el 11% de los depósitos son en divisas y sólo se destinan a fondear a aquellos que tienen capacidad de repago en moneda extranjera. Esta es la principal fuente en dólares que tienen las entidades ya que las líneas del exterior sólo alcanzan el 4% de los pasivos.

Cuadro I.1
Indicadores del Sistema Financiero Argentino

	2003 Diciembre	2004 Diciembre	2008 Agosto
Liquidez			
.. (Activos líquidos + Lebac y Nobac) / Depósitos totales	37	40	41
Riesgos de crédito			
i. Sector Público			
.. Crédito / Activo total	47	41	13
.. (Crédito - Depósitos) / Activo total	38	26	5
ii. Sector Privado			
.. Crédito / Activo total	18	20	38
.. Irregularidad	33	19	3
iii. Cobertura			
.. Previsiones / Cartera irregular	82	104	126
Riesgos de moneda extranjera			
.. Activo en moneda extranjera / Activo total	27	24	16
Pasivos			
.. Depósitos totales / Pasivos	56	62	77
.. Asistencia por redescuentos / Pasivos	13	11	1
Patrimonio Neto (miles de mill. \$)	22	24	39

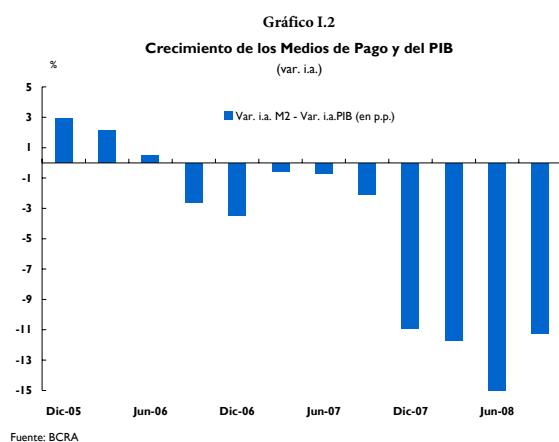
Fuente: BCRA

En efecto, en este volátil contexto externo el Banco Central ha logrado asegurar dos bienes públicos esenciales: la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera. Para ello, ha construido, de manera paciente y persistente, los instrumentos monetarios y financieros para morigerar *shocks* de distinta índole. Desde una perspectiva conceptual se trata de un esquema de administración de riesgos, a partir de la definición de un escenario central elaborado para las principales variables monetarias y financieras. Esta estrategia incluye elementos como el equilibrio entre oferta y demanda de dinero, la acumulación prudencial de Reservas Internacionales, la flexibilidad cambiaria en un marco de flotación administrada, una sólida regulación y supervisión financiera, junto a los distintos mecanismos para proveer o absorber liquidez, en particular en períodos de turbulencia. Además, se generó un marco normativo que evita el descalce de monedas en el sistema financiero (con activos y pasivos en pesos y un prestamista de última instancia de pesos), manteniendo la prudencia en la incorporación de innovaciones financieras. Los instrumentos que hoy existen fueron diseñados por el Banco Central en épocas de bonanza para absorber liquidez, persiguiendo un estricto control del crecimiento de los medios de pago. Estos mecanismos son los que permiten hoy que los medios de pago de la economía crezcan significativamente por debajo del alza del Producto nominal, reflejando el sesgo prudencial del enfoque de política monetaria.

Dentro del conjunto de instrumentos mencionados, la flotación administrada demostró ser el esquema cambiario más adecuado para este momento de la historia eco-

nómica argentina. Un país con décadas de volatilidad macroeconómica y dolarización que, en los últimos 25 años, ha pasado más de la tercera parte del tiempo fuera de su sendero de estabilidad dinámica (rango comprendido entre dos variaciones estándar de la tendencia de largo plazo) demuestra que aún no está preparado para que el tipo de cambio fluctúe como en los países vecinos. Por lo tanto, variaciones moderadas en las variables financieras que reflejen la lógica convergencia entre los rendimientos de instrumentos en pesos y dólares es la política que viene realizando y continuará llevando a cabo el BCRA.

Pero la solidez de toda estructura recién se pone a prueba en momentos de turbulencias. En este sentido, en poco más de un año el esquema prudencial de políticas monetarias y financieras ha superado dos episodios de estrés y al comienzo del tercero continúa mostrando indicadores robustos. El primer episodio estuvo relacionado con el comienzo de la crisis *subprime* (julio-octubre de 2007), el segundo con el brusco desajuste en la demanda de dinero (abril-junio de 2008), y el tercero está vinculado al fuerte agravamiento de la crisis internacional (mediados de septiembre de 2007 en adelante). Para hacer frente a estos episodios, el Banco Central adoptó secuencialmente una serie de medidas. Primero, restauró la demanda de dinero y normalizó el mercado cambiario y luego aseguró la provisión adecuada de liquidez de manera de garantizar la estabilidad financiera sistémica. En este sentido, reforzando y complementando la estructura de política que el BCRA tenía previsto para este tipo de situaciones, se han tomado una serie de catorce medidas adicionales que se enumeran a continuación:



1. Se adecuó el mercado de pases, ofreciéndose liquidez a tasa de interés fija (hasta \$3.000 millones) y variable.
2. Se renovaron parcialmente los vencimientos de LE-BAC y NOBAC, realizándose recompras de estos instrumentos.
3. Se extendieron los límites para operar en el mercado de futuros, tanto para el BCRA como para aquellos agentes asociados a algunas de las contrapartes.
4. Se permitió que el tipo de cambio de referencia aplicable a las transacciones de futuros y *forward* entre el BCRA y sus contrapartes sea fijado por el *Emerging Market Traders Association*.
5. Se activó la operatoria de mercado abierto en el mercado de títulos públicos a través de compras liquidables en pesos y en dólares en el mercado secundario (herramienta adicional para proveer liquidez).
6. Se unificó la posición de efectivo mínimo de junio y julio en un período bimestral, posibilitando una mejor administración de la liquidez.

7. Se creó un mecanismo de pases activos en dólares con el objetivo de reducir las expectativas de depreciación del peso.

8. Se comenzaron a realizar operaciones de hasta 1 año y contrapartes con calidad de crédito no inferior a AA en el mercado de *Non-Deliverable Forward* (NDF).

9. Se habilitó una nueva ventanilla de liquidez que permite como colaterales de operaciones de pases determinadas especies (Bogar y Préstamos Garantizados) no utilizadas en los pases tradicionales.

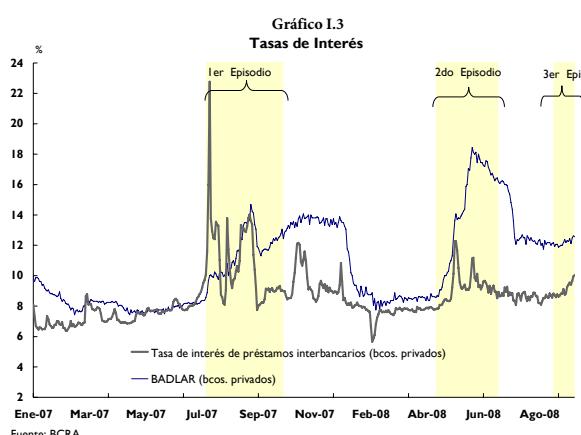
10. Se amplió el menú de plazos de los pases pasivos, readecuando sus costos.

11. Se adaptó el esquema de provisión de liquidez, permitiendo a los bancos tenedores de LEBAC y NOBAC (con vencimiento no mayor a seis meses) hacerse de liquidez en forma inmediata.

12. Se incrementaron en dos ocasiones durante el trimestre (22 de septiembre y 6 de octubre) las tasas de interés por operaciones de pases.

13. Se estableció un mecanismo de licitación de opciones sobre las LEBAC y NOBAC lo que les permite a las entidades revenderle al Banco Central sus títulos antes del vencimiento con un descuento preestablecido como un margen respecto a la tasa BADLAR (*Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate*).

14. Se redujeron los coeficientes de encajes requeridos sobre los depósitos en moneda extranjera a fin de aumentar la disponibilidad de fondos para la financiación de la actividad exportadora.

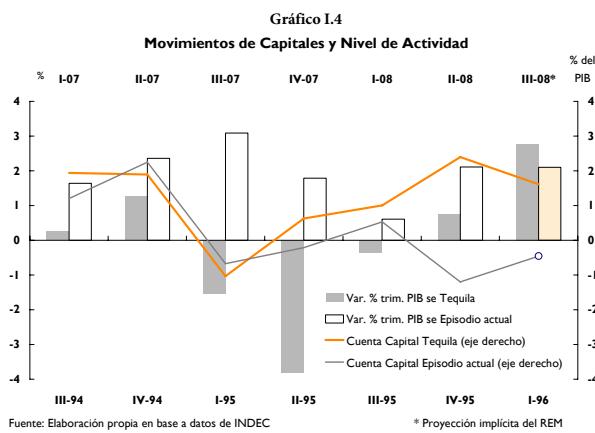


Esto permite que Argentina pueda hacer frente a una de las peores crisis mundiales en décadas con una solidez sin precedentes. Esta situación se corrobora al analizar el grado de cobertura de los pasivos del sistema consolidado. Los actuales niveles de Reservas Internacionales son históricamente altos y cubren 62% del M3 privado frente a una cobertura inferior a 40% antes de la crisis de 2001. Los niveles actuales también superan en 10 puntos porcentuales (p.p.) a los de estos indicadores a fin de 2004. Lo mismo sucede si se compara el ratio de cobertura frente a los pasivos del Banco Central. Esta fortaleza facilita la tarea al momento de actuar para defender la demanda de dinero, lo que ha sido una de las prioridades de la política monetaria del BCRA, y para ello ha mantenido atractivas las colocaciones en moneda local frente a aquellas en moneda extranjera, haciendo posible de esta manera minimizar el impacto de las turbulencias externas en el ahorro y el crédito domésticos.

Así, en el tercer trimestre se consolidó la recuperación de las condiciones de normalidad en el mercado monetario local. Los depósitos privados mantuvieron una trayectoria creciente, en un contexto de sólidas condiciones de liquidez bancaria, con tasas de interés que se mantuvieron estables tras descender a partir de los máximos

que alcanzaron en el transcurso del segundo trimestre. Los créditos al sector privado, en pesos y en moneda extranjera, aumentaron \$5.960 millones (4,9%) y acumularon un crecimiento de 31% interanual (i.a.) con un avance generalizado en todas las líneas e impulsados fundamentalmente por los préstamos personales, los hipotecarios y los adelantos.

De este modo, la combinación de las políticas prudentiales y anticíclicas desarrolladas por el BCRA en el plano monetario y financiero, sumadas a los superávit fiscal y externo, permitirán amortiguar los efectos de las disruptivas internacionales sobre el desempeño macroeconómico local. A pesar de que la reversión de los movimientos de capitales verificada en el país desde el segundo semestre del año pasado resulta significativamente mayor a la ocurrida durante el “efecto Tequila”, el impacto sobre las variables reales ha sido sumamente limitado. La actividad agregada ha mantenido una tendencia ascendente, aunque menos marcada que desde el inicio del actual ciclo expansivo. Por otro lado, acompañando la moderación en el crecimiento del nivel de actividad y la corrección reciente en las cotizaciones internacionales de los productos básicos, en un marco de estabilidad cambiaria, se vislumbra una menor presión sobre los precios internos, situación que, con diferentes matices, comienza a observarse en los distintos indicadores de precios y costos sectoriales disponibles. De todos modos, una reducción sostenida de la inflación sigue vinculada a la evolución de la política fiscal, de ingresos (en particular la salarial) y de competencia implementadas por el Gobierno Nacional, junto con el efectivo comportamiento prudencial de la política monetaria.



II. Contexto Internacional

II.1 Síntesis

La crisis financiera global ha ido mostrando una intensidad cada vez más fuerte y un impacto más abarcador, quedando particularmente afectada la estabilidad del sistema financiero global al intensificarse la incertidumbre y acelerarse los procesos de quiebras, adquisiciones y rescates. Existe un consenso generalizado que la economía mundial en los próximos trimestres se debilitará fuertemente, afectando en mayor medida al crecimiento del año próximo. Además, la ralentización de la economía comenzó a evidenciarse también en las regiones emergentes, que hasta el momento seguían creciendo a tasas similares a las de los años previos.

Las estimaciones de crecimiento de las principales economías para 2008 coinciden en proyectar para lo resto del año un crecimiento nulo y una intensificación de la desaceleración económica en 2009. Hacia adelante, el interrogante gira en torno a si la economía mundial ingresará en un período prolongado de baja actividad, incluso con probabilidades crecientes de una profunda recesión en algunos países industrializados, o si se recuperará lentamente hacia mediados del año próximo.

Los precios minoristas a nivel global todavía presentan un importante ritmo de aumento, impulsados principalmente por las cotizaciones de los alimentos y la energía, aunque la inflación subyacente se mantiene relativamente contenida en las economías avanzadas. No obstante, durante el último trimestre los precios de las materias primas registraron fuertes caídas respecto de los niveles máximos alcanzados a mediados de año, permitiendo descomprimir las presiones inflacionarias en los últimos meses.

La mayor ralentización de la economía mundial impulsaría a la baja los precios de los productos primarios, aunque factores estructurales como la demanda de alimentos de las regiones emergentes, el desarrollo de biocombustibles, los elevados costos de producción y transporte en términos históricos y la recomposición de stocks aún darían soporte a las cotizaciones. Así se prevé que, más allá de los ajustes recientes y una alta volatilidad en el margen, los valores de los commodities se mantengan en niveles históricamente elevados.

Durante el último trimestre, ante la agudización de la crisis financiera las autoridades económicas de los países avanzados han adoptado medidas extraordinarias orientadas a estabilizar los mercados financieros, como el suministro de liquidez en gran escala, la intervención directa para resolver las dificultades de bancos con problemas, la ampliación de la garantía de depósitos y diversos planes de rescate tendientes a mejorar la situación de los balances de las entidades financieras.

El riesgo global más pronunciado al presente es la estabilidad del sistema financiero internacional, con su consecuente impacto sobre la economía real. Es por ello que el desafío inmediato de política económica consiste en estabilizar las condiciones financieras mundiales y minimizar el impacto sobre la economía real.

Gráfico II.1

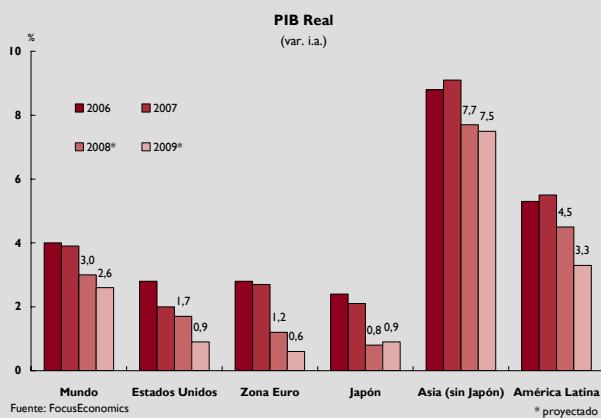
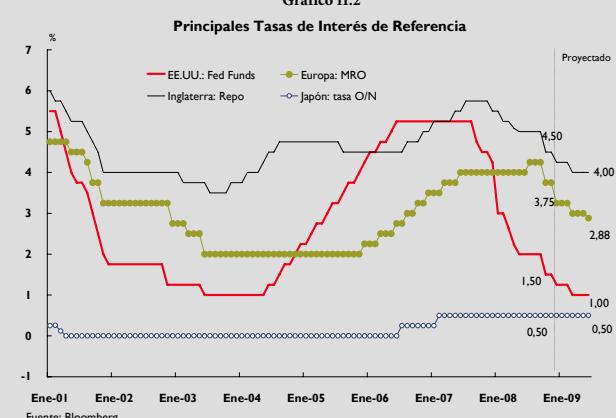
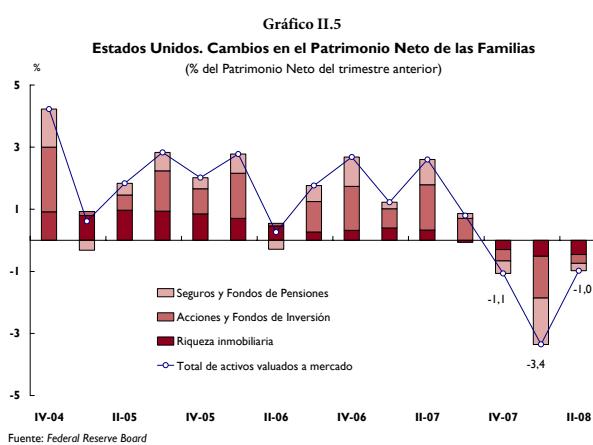
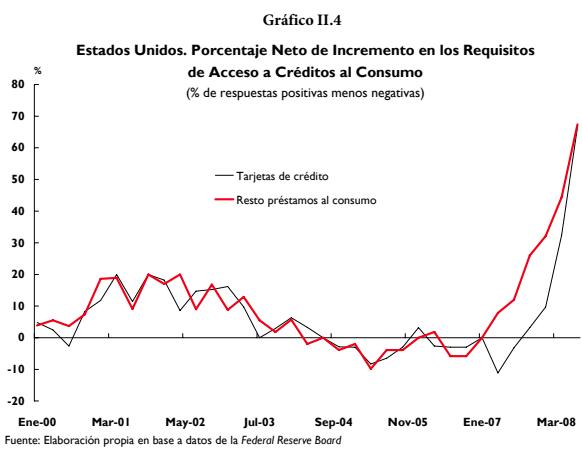
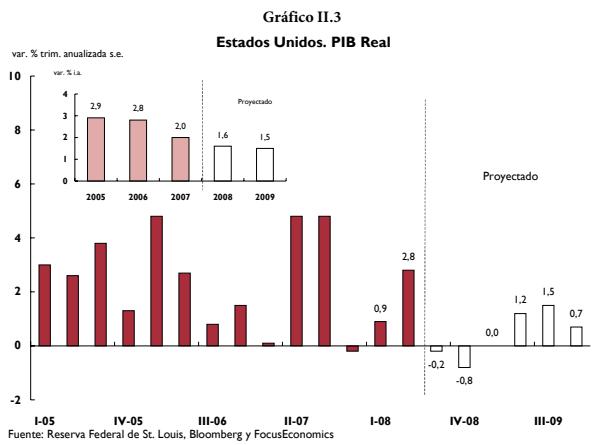


Gráfico II.2





II.2 Estados Unidos

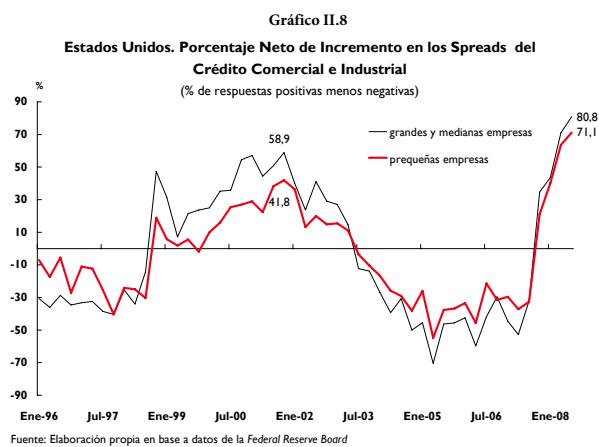
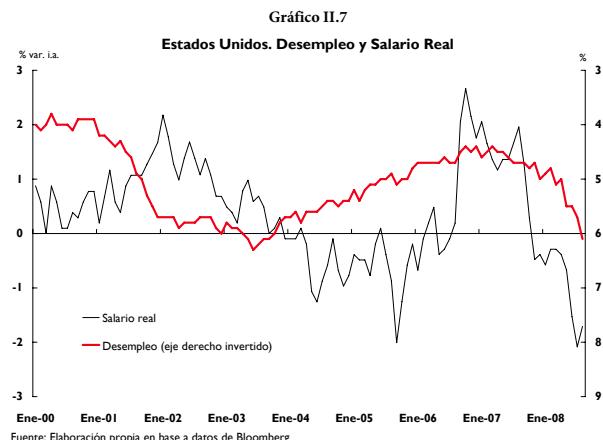
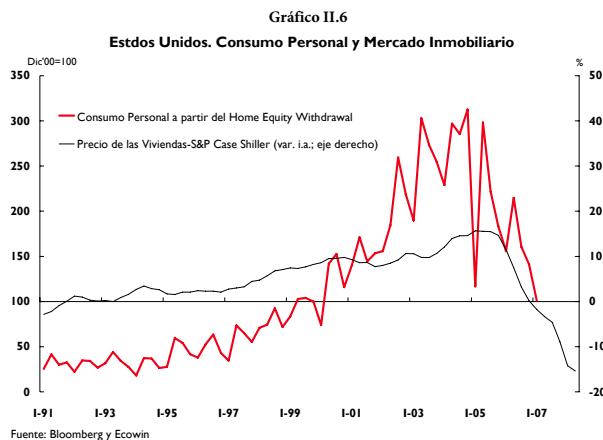
Después de varios años de vigoroso crecimiento, la economía mundial se está desacelerando rápidamente. La actividad económica global se ve afectada por un extraordinario *shock* financiero (ver Apartado 1) y por un nivel de inflación aún elevado a pesar de la reciente desaceleración. Muchas economías avanzadas están cerca de una recesión o avanzan hacia ella, mientras que el crecimiento de las economías emergentes se está desacelerando.

En particular, Estados Unidos se encuentra transitando un período de rápida desaceleración económica. A pesar del crecimiento evidenciado durante el segundo trimestre del año, impulsado por el dinamismo de las exportaciones y el efecto de las devoluciones impositivas sobre el consumo, los indicadores adelantados estarían anticipando un bajo crecimiento durante el tercer trimestre, mientras que los indicadores líderes, tales como la confianza de los consumidores y de negocios, anticiparían una contracción de la actividad económica durante el cuarto trimestre.

En este sentido, el ISM (*Institute of Supply Management*) Manufacturero, indicador adelantado del PIB que desde fines de 2007 se ubica en la zona de contracción económica, profundizó su caída durante el tercer trimestre del presente año. Así, se prevé que la economía norteamericana registre un crecimiento en torno a 1,5% durante 2008 que respondería al arrastre estadístico, y se desaceleraría aún más en 2009. Este escenario todavía presenta significativos riesgos a la baja, con altas probabilidades de evidenciarse una disminución del Producto en Estados Unidos el año próximo, no vista desde hace dieciocho años (ver Gráfico II.3).

El Consumo Personal continuaría debilitándose y podría llegar incluso a contraerse ante la persistencia y profundización de los problemas en el sistema financiero. Las restricciones en los mercados de crédito comenzaron a impactar negativamente en los créditos al consumo, en un escenario en que las familias registran elevados niveles de endeudamiento. Asimismo, a la continua pérdida de riqueza inmobiliaria en un sector que sigue deteriorándose, se sumó la importante caída en los precios de los activos financieros, al tiempo que el mercado laboral continúa evidenciando un creciente debilitamiento (ver Gráficos II.4, II.5 y II.6).

En efecto, por noveno mes consecutivo el mercado de trabajo expulsó trabajadores, acumulando durante los tres primeros trimestres de 2008 una destrucción de 760.000 puestos laborales. En tanto, el desempleo man-

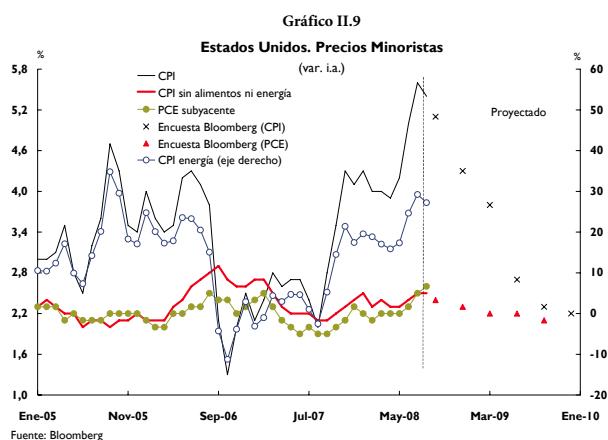


tuvo su tendencia creciente y alcanzó en septiembre el mayor valor de los últimos 5 años (6,1%). La debilidad del mercado de trabajo conjuntamente con el alza de los precios minoristas se reflejó en la sostenida caída de los salarios reales (ver Gráfico II.7).

Los problemas financieros aún no habrían afectado significativamente a la inversión debido en parte a la solvencia de los balances corporativos y a los niveles de rentabilidad que permitieron el uso de los recursos propios. Sin embargo, la intensificación de la crisis financiera y el elevado grado de iliquidez en los mercados de crédito, sumados a la desaceleración económica que redujo las ganancias corporativas, impacta negativamente sobre el financiamiento de la inversión. En este sentido, al igual que en los créditos al consumo, se observaron subas en el *spread* entre la tasa cobrada y el costo de los fondos, reflejando los problemas de liquidez y solvencia. De este modo, el menor crecimiento previsto para la demanda tanto doméstica como externa y las restricciones de financiamiento continuarían afectando los niveles de inversión (ver Gráfico II.8).

La ralentización de la actividad económica y la importante baja en el precio de los *commodities* evidenciada durante el último trimestre estarían reduciendo las presiones inflacionarias. En efecto, luego de un sostenido aumento de la inflación minorista desde fines de 2007, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de EE.UU. se redujo en agosto 0,2 puntos porcentuales (p.p.) con respecto al mes anterior, al situarse en 5,4% interanual (i.a.). A pesar de la reciente desaceleración, se prevé que la inflación se ubique en 4,3% en 2008, 0,9 p.p. por encima de lo estimado meses atrás. De todas formas, se espera una nueva disminución en el ritmo de aumento de los precios para el año próximo en un escenario de desaceleración económica y estabilización de los precios de las materias primas, principalmente del petróleo. Por su parte, la inflación *core* siguió relativamente contenida, en torno a 2,5% i.a. de acuerdo con el IPC y el *Personal Consumption Expenditure* (PCE), por lo que hasta el momento no se habrían materializado efectos de segunda ronda, al tiempo que los riesgos de aceleración en la inflación subyacente se habrían reducido ante el marcado deterioro del contexto económico (ver Gráfico II.9).

Ante el fuerte agravamiento de las condiciones financieras globales, diversas autoridades económicas de países desarrollados están adoptando medidas extraordinarias con el objetivo de garantizar la estabilidad del sistema financiero y minimizar el impacto sobre la economía. La Reserva Federal (Fed), conjuntamente con el Tesoro de Estados Unidos, presentó un plan de rescate que fue aprobado por el Congreso y que incluye como principal



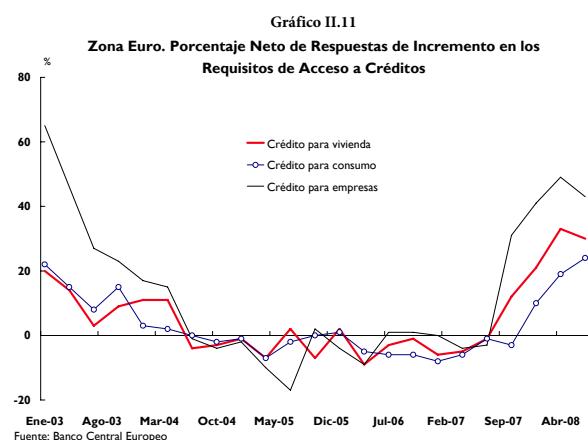
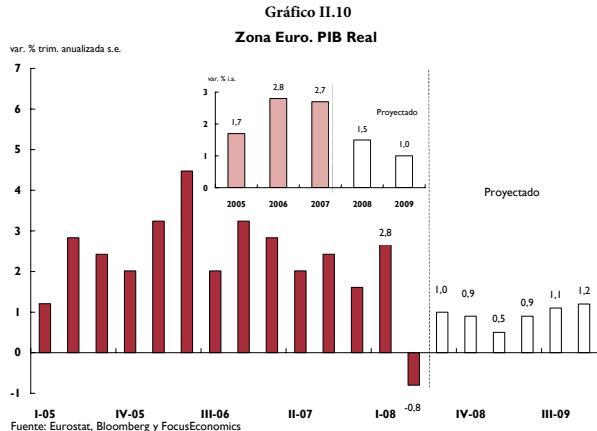
acción la compra de activos vinculados a hipotecas residenciales y comerciales, a modo de reducir el efecto que tuvo este tipo de activos sobre los balances de las entidades financieras. Asimismo, la autoridad monetaria redujo la tasa de los *Fed Funds* en 50 puntos básicos (p.b.) llevándola a 1,5% anual, luego de que meses atrás se preveía un incremento durante el tercer trimestre. Para lo que resta del año, se proyecta que la Fed realice un nuevo recorte de su tasa de interés de referencia (ver Apartado 3).

Además, la Fed acentuó su política de proveer liquidez de manera coordinada y, a fin de morder el efecto de la crisis sobre el sistema bancario, instrumentó el pago de intereses sobre los requisitos y excesos de reserva de los depósitos de los bancos. La autoridad monetaria también intervino auxiliando a varias entidades financieras e inyectando liquidez a instituciones no financieras. No obstante, estos esfuerzos conjuntos no parecen haber sido suficientes para lograr estabilizar el sistema financiero que continuó presentando pérdidas considerables y fuerte volatilidad en las plazas bursátiles, llevando incluso a prohibir el *trading* en varias oportunidades.

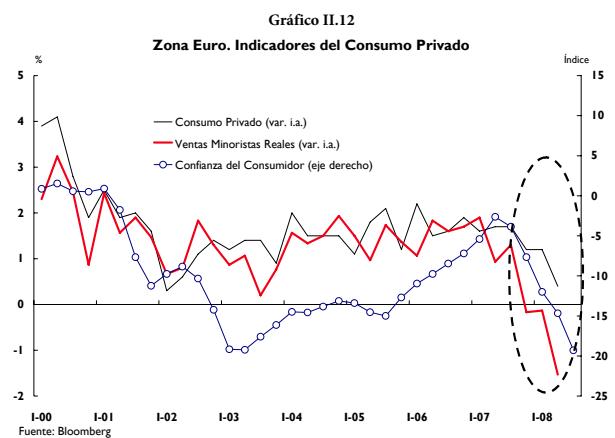
II.3 Zona Euro y Asia

En la zona Euro las perspectivas para la actividad económica tampoco son favorables. La región está entrando en una fase recesiva, situación ya evidenciada en la caída del PIB durante el segundo trimestre del año (ver Gráfico II.10). La evolución del *Purchasing Managers Index* (PMI) Compuesto¹ refuerza esta idea, dada la continua caída del indicador que alcanza el menor valor desde fines de 2001 y se ubica en la zona la contracción económica.

El Consumo Privado, que durante el segundo trimestre se contrajo aportando negativamente al crecimiento, sigue presentando riesgos a la baja para los próximos períodos. El deterioro de las condiciones financieras continuaría afectando de manera importante a los mercados de crédito de la región, observándose desde fines de 2007 un incremento sostenido en los requisitos de acceso al crédito para el consumo. Asimismo, el sector inmobiliario profundizó su fragilidad en varios países de la zona, mientras que el mercado laboral continúa debilitándose. En efecto, la tasa de desempleo se incrementó a 7,5% en agosto, alcanzando el mayor valor de los últimos 18 meses. En este marco, la confianza de los consumidores estaría reflejando el impacto negativo de estos factores sobre el Consumo Privado, dada la permanente caída registrada durante el tercer trimestre de 2008, que situó a

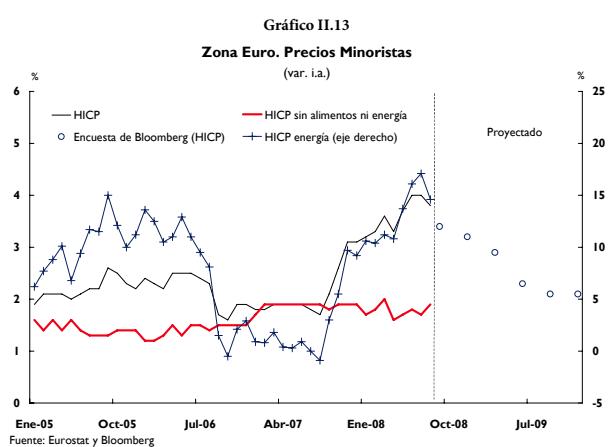


¹ Indicador que combina el PMI Manufacturero y el PMI Servicios.



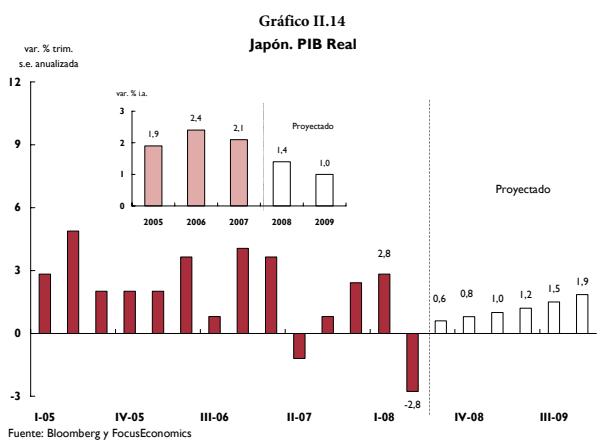
este indicador en los menores valores de la serie, mientras que las ventas minoristas reales continúan disminuyendo en términos interanuales (ver Gráficos II.11 y II.12).

Las perspectivas de fuerte desaceleración en el gasto doméstico y en la demanda externa, sumadas al incremento de las restricciones al financiamiento, debilitarían aún más la inversión. Los indicadores de Clima de Negocios y de Sentimiento Económico² estarían anticipando este comportamiento, al ubicarse en septiembre en los menores valores desde julio de 2003 y noviembre de 2001, respectivamente. De esta manera, se espera que la zona Euro se expanda levemente por encima de 1% durante el presente año, respondiendo al arrastre estadístico, mientras que se prevé una importante desaceleración durante 2009, escenario que también presenta riesgos a la baja.



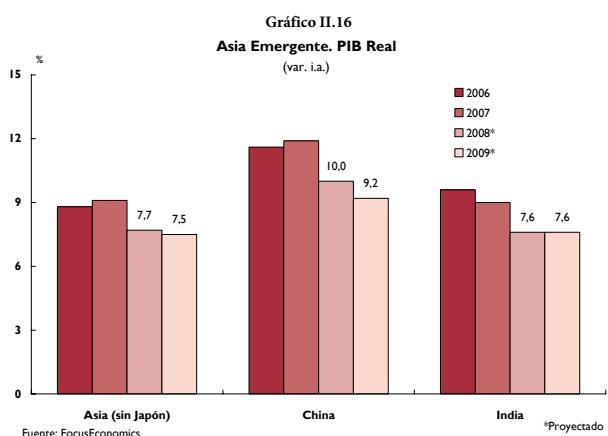
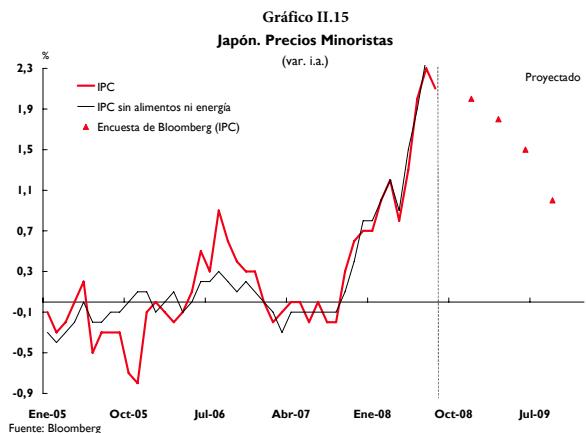
En la región, las presiones inflacionarias también se estarían descomprimiendo, al reducirse la inflación a 3,6% i.a. en septiembre, luego de evidenciar en junio un nivel de 4% i.a., el máximo registro desde 1992. La desaceleración de los precios de los alimentos y de los combustibles y el menor crecimiento económico fueron los factores que explicaron la merma en el ritmo de suba de los precios. En tanto, la inflación *core* continuó registrando niveles similares a los evidenciados en la primer mitad del año, en torno a 1,8% i.a. (ver Gráfico II.13).

A pesar de la reciente baja, la inflación aún se encuentra en niveles elevados y por encima de la meta del Banco Central Europeo (BCE). No obstante, la fuerte desaceleración económica prevista y la caída observada de los precios de las materias primas permitirían una reducción en la tasa de aumento de los precios que se proyecta alcance a 3,2% a fines de 2008, continuando la tendencia a la baja durante 2009.



El agravamiento de la crisis financiera se hizo notar fuertemente en la región durante el último trimestre, afectando de manera importante al sistema bancario. El difícil entorno llevó al BCE a reducir de manera extraordinaria y conjuntamente con otros bancos centrales su tasa de referencia en 50 p.b. a 3,75% anual. Asimismo, la autoridad monetaria de la zona continuó con las inyecciones de liquidez, al tiempo que algunos países de Europa incrementaron o ampliaron las garantías gubernamentales sobre los depósitos bancarios. Para lo que resta del año, se proyecta una nueva reducción en la tasa de referencia de la zona Euro, aunque el desarrollo de los acontecimientos en los mercados financieros podría determi-

² Corresponde a un indicador de confianza amplio en relación a la economía de la zona Euro, basado en respuestas relacionadas con la Industria, Servicios, Consumidores, Construcción y Ventas minoristas.



Cuadro II.1
China. Principales Indicadores Macroeconómicos

Indicadores	2005	2006	2007	2008*	2009*
PIB real (var. % i.a.)	10,4	11,6	11,9	10,0	9,2
PIB per cápita (US\$)	1.685	2.032	2.486	3.110	3.723
Desempleo (%)	4,2	4,1	4,0	4,1	4,2
IPC (var. % prom. anual)	1,8	1,5	4,8	6,6	4,3
Resultado Fiscal (% del PIB)	-1,2	-0,7	0,7	0,0	-0,5
Balanza Comercial (% del PIB)	4,6	6,6	8,0	6,2	5,0
Cuenta Corriente (% del PIB)	7,2	9,4	11,3	8,8	7,3
Reservas Internacionales (meses de importaciones)	14,9	16,2	19,2	19,2	18,4
Apreciación Nominal del Yuan (respecto US\$: %)	2,6	3,2	7,0	8,3	4,0
Deuda Externa (% del PIB)	12,6	12,1	11,0	9,5	8,4

* Proyectado
Fuente: FocusEconomics

nar una intensificación en la flexibilización de la política monetaria.

También en Japón las perspectivas continúan desmejorando, y ante la caída del PIB en el segundo trimestre y la intensificación de los problemas financieros, la confianza de los agentes económicos se deterioró al tiempo que se incrementaron las expectativas de que la economía entrara en una recesión (ver Gráfico II.14). La debilidad del mercado laboral y la reducción del poder adquisitivo habrían impactado sobre la confianza de los consumidores, que se ubicó en mínimos de la serie, al tiempo que los resultados de la encuesta Tankan³, señalarían perspectivas desfavorables para la inversión.

La variación de los precios al consumidor en Japón continuó aumentando, alcanzando en julio el máximo de la historia reciente al situarse en 2,3% i.a.. No obstante, el alza de los precios se redujo en los meses posteriores, debido a los menores precios de la energía, previéndose que finalice 2008 en torno a 2% para descender nuevamente durante 2009. En este marco, el BoJ seguiría manteniendo la tasa de interés de referencia en 0,5% anual, al menos en lo que resta del año (ver Gráfico II.15).

Se espera que los países de Asia emergente continúen creciendo a tasas elevadas, aunque disminuirían su expansión con respecto al promedio del presente ciclo y a lo previsto meses atrás. La revisión a la baja en el crecimiento responde principalmente a la fuerte desaceleración económica mundial, al debilitamiento de la confianza de los agentes económicos evidenciado durante el último trimestre y al efecto rezagado sobre la demanda doméstica de las políticas monetarias más restrictivas aplicadas meses atrás en varias de las economías de la región (ver Gráfico II.16). Particularmente, China crecería a una tasa del 10% durante el presente año, con una nueva desaceleración prevista en 2009. India también crecería a un menor ritmo, al proyectarse un aumento del Producto en torno a 7,6% para 2008 (ver Cuadro II.1).

La importante disminución del precio de las materias primas registrada durante el último trimestre permitió la reducción de las presiones inflacionarias de la región asiática. Así, aunque las perspectivas de inflación se mantienen relativamente elevadas, previéndose que en promedio se ubique en 2008 en 7,2%, la mayor variación desde 1995, se espera una moderación en 2009.

Dada la ralentización prevista en la demanda externa y la reducción de las presiones inflacionarias, en China se es-

³ Encuesta económica a empresas japonesas realizada por el Banco de Japón (BoJ).

Cuadro II.2					
América Latina*. Principales Indicadores Macroeconómicos					
Indicadores	2005	2006	2007	2008**	2009**
PIB real (var. % i.a.)	4,6	5,3	5,5	4,5	3,3
PIB per cápita (US\$)	5.019	5.764	6.705	7.572	8.078
Desempleo (%)	6,7	6,9	6,3	6,8	6,9
IPC (var. % prom. anual)	5,7	4,9	6,2	8,5	7,4
Resultado Fiscal (% del PIB)	-0,8	-0,4	0,0	-0,3	-0,8
Cuenta Corriente (% del PIB)	1,4	1,6	0,5	-0,3	-1,2
Reservas Internacionales (meses de importaciones)	6,2	6,3	7,6	7,2	6,8
Deuda Externa (% del PIB)	25,0	21,0	19,9	18,3	17,0

* Incluye Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela
** Proyectado
Fuente: FocusEconomics

tán adoptando medidas tendientes a dar soporte al gasto agregado interno y al sector exportador, a partir de reducciones impositivas y del aumento del gasto público. Por primera vez en dos años el banco central flexibilizó su política monetaria a partir de la reducción en los requisitos de reserva en 1 p.p. en septiembre pasado luego de haberlos incrementado en cinco oportunidades en 2008. En el mismo sentido, por primera vez desde 2002, recortó la tasa de referencia de los préstamos y depósitos, y participó luego de la baja coordinada de tasas con el resto de las principales autoridades monetarias.

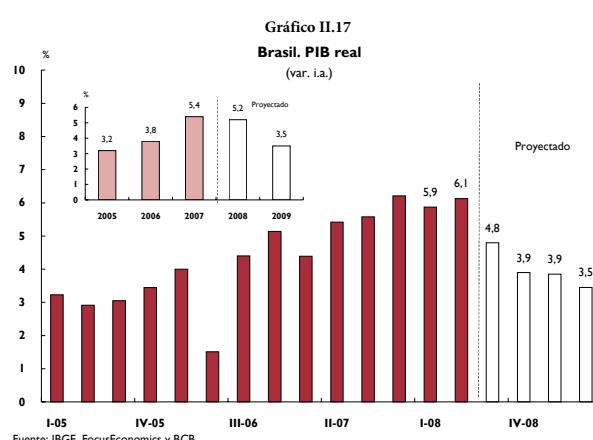
II.4 América Latina

El deterioro del contexto internacional afectaría a la región principalmente en 2009, reflejándose este hecho en las recientes revisiones a la baja del crecimiento esperado para dicho año. No obstante, las perspectivas para América latina se mantienen relativamente estables para el presente año, y se espera que la región se expanda por sexto año consecutivo a una tasa superior al 4%.

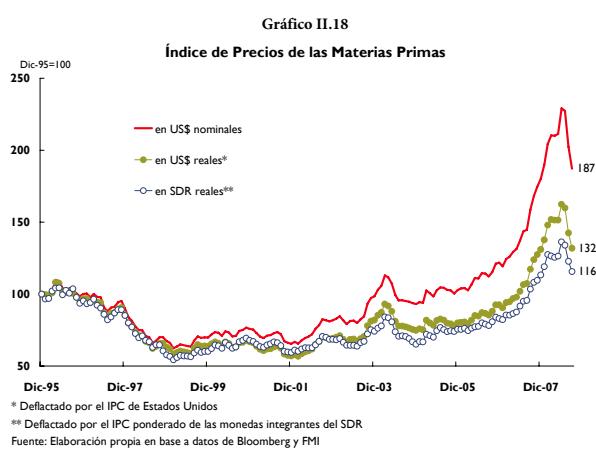
La desaceleración global y la caída en los precios de los productos primarios impactarían especialmente sobre los países exportadores netos de materias primas, ante un menor valor de las ventas externas que perjudicaría los superávits gemelos que caracterizaron el presente ciclo. Así, se prevé que en 2008 la región registre leves déficits externos y fiscales, que se incrementarían durante 2009 (ver Cuadro II.2)

Los flujos de capitales continúan revirtiendo su tendencia ante la agudización de la crisis financiera internacional, reduciendo la posibilidad de financiación externa de América latina y las inversiones. No obstante, las políticas prudenciales implementadas en el pasado reciente por los países de la región, sumadas al desarrollo de los mercados de capitales domésticos, ayudarían a amortiguar los efectos negativos.

En línea con la previsión de merma en la demanda doméstica, varios países de la región adoptaron medidas para mejorar las condiciones de los sectores exportadores. En Brasil, el continuo deterioro del balance comercial y la agudización de la crisis financiera llevaron al Gobierno a destinar fondos adicionales para financiar a los sectores exportadores que podrían verse fuertemente afectados por la desaceleración prevista en la demanda de *commodities* y la restricción al financiamiento externo. En efecto, se prevé que Brasil registre en 2008 un déficit en Cuenta corriente en torno a 1,9% del PIB luego de evidenciar un saldo levemente positivo en 2007 (0,1% del Producto), mientras que para 2009 las proyecciones indican un nuevo empeoramiento de la



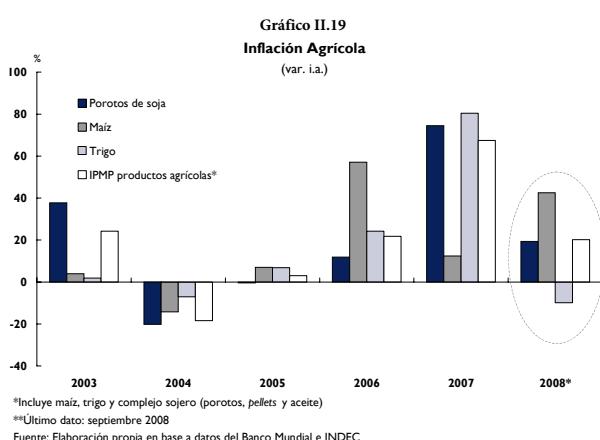
brecha externa. A pesar de que las perspectivas de crecimiento para Brasil se vieron reducidas en las últimas proyecciones, el mayor ajuste se da para 2009 (ver Gráfico II.17).



A pesar de la reciente disminución en las cotizaciones de las materias primas y su impacto favorable sobre los precios domésticos, la inflación aún se mantiene en niveles elevados en la mayoría de los países de la región, situándose a su vez en la mayoría de los casos por encima de las bandas de referencia de las autoridades monetarias. Previo al recrudecimiento de las condiciones financieras internacionales, varios bancos centrales restringieron su política monetaria, incrementando la tasa de referencia y los requisitos de liquidez. Sin embargo, la intensificación de las turbulencias y los riesgos crecientes de una fuerte desaceleración mundial, generan nuevos desafíos para las autoridades monetarias, al requerir que se garantice en forma primordial la estabilidad de los sistemas financieros locales.

II.5 Precios de las Materias Primas

Las cotizaciones de las materias primas mostraron una importante caída en el último trimestre, revirtiendo buena parte de la suba observada en la primera mitad del año. Esta situación estuvo explicada por el descenso generalizado de todos los *commodities*, evolución fuertemente vinculada a la crisis del mercado financiero mundial que afectó a todos los activos en general, a lo que se sumaron algunas noticias bajistas por el lado de los fundamentos macroeconómicos.



Sin embargo, los precios de los *commodities* continúan, en general, en niveles históricamente elevados y se ubican en promedio por encima del nivel de 2007. En particular, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP), se ubicó en septiembre 18,3% por debajo de su valor de junio, retornando a los niveles de enero, aunque aún conserva una suba de 17,9% i.a. y 29,3% sobre el promedio de 2007. Manteniendo el valor de septiembre para el resto del año, el promedio del IPMP en 2008 se situaría 40,1% por encima del valor de 2007 (ver Gráfico II.18 y Apartado 2).

Las cotizaciones del complejo sojero presentaron una fuerte caída durante el tercer trimestre de 20,5%. Esta situación fue especialmente influenciada por la crisis financiera, a lo que se sumaron el importante descenso en el precio del petróleo crudo y las estimaciones de mayores stocks mundiales para la campaña 2008/09. Aunque los datos del Departamento de Agricultura de EE.UU. (USDA) presentaron una mejora en el ratio stock/consumo, la relación entre la oferta y la demanda

Cuadro II.3
Situación Mundial de la Oferta y Demanda de Granos

		Campaña 2007/08 (mill. Ton.)	Campaña 2008/09 (mill. Ton.) JUNIO	Campaña 2008/09 (mill. Ton.) OCTUBRE
Trigo	Oferta total*	737,9	778,0	800,0
	Producción	610,9	662,9	680,2
	Stocks iniciales	127,0	115,1	119,8
	Demanda total	618,1	646,0	655,6
Maíz	Oferta total*	869,7	896,4	908,1
	Producción	761,0	775,3	785,3
	Stocks iniciales	108,7	121,1	122,9
	Demanda total	776,8	793,1	800,4
Soja*	Oferta total*	283,3	289,9	292,1
	Producción	220,7	240,7	239,4
	Stocks iniciales	62,7	49,3	52,7
	Demanda total	229,1	239,4	235,2
Aceite de soja*	Oferta total*	40,7	41,5	40,8
	Producción	37,5	38,8	38,1
	Stocks iniciales	3,2	2,7	2,7
	Demanda total	37,5	38,8	37,9
Pellets de soja*	Oferta total*	164,2	169,8	168,2
	Producción	158,2	163,9	161,6
	Stocks iniciales	6,0	5,9	6,6
	Demanda total	157,1	162,2	159,9
	Stocks finales	6,6	5,5	6,3

*La Oferta total incluye la producción total + stocks iniciales

Fuente: Elaboración propia en base a datos del USDA

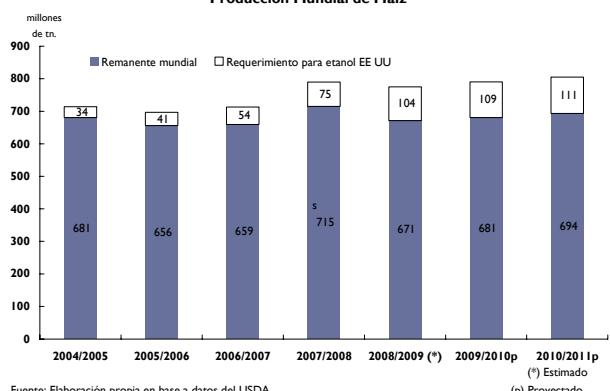
estadounidense sigue siendo baja. Por su parte, la demanda china siguió mostrándose firme aunque evidenció una leve desaceleración durante los Juegos Olímpicos, previéndose que se recupere en los próximos meses. De esta forma, a pesar de la significativa baja de los últimos tres meses, las cotizaciones del poroto de soja, los pellets y el aceite se ubican 19,3%, 18,7% y 28,0%, respectivamente, por encima de septiembre de 2007 (ver Gráfico II.19 y Cuadro II.3).

Los precios del maíz también presentaron un importante descenso entre junio y septiembre, de 18,6%, explicado además por algunos fundamentos bajistas para las cotizaciones. En particular, en el trimestre hubo una importante mejora del clima en el cinturón maicero estadounidense, que generó expectativas de mejores rendimientos, al tiempo que el USDA incrementó sus estimaciones de stocks mundiales para el ciclo 2008/09. Otro factor que influyó en la baja de las cotizaciones fue el descenso en el precio del petróleo. Si bien los precios del maíz sufrieron una fuerte caída, en términos interanuales aún se ubicaron muy por encima de septiembre de 2007 (42,5%).

Los precios del trigo cayeron 15,5% en el trimestre, llevando su variación interanual en septiembre a (-9,8%), siendo el único que está por debajo de los niveles de un año atrás, no sólo por el deterioro del mercado financiero sino también por las expectativas de una mayor oferta global. En efecto, tanto el USDA como el Consejo Internacional de Granos (IGC) estimaron cosechas más abundantes en Estados Unidos, Canadá, Rusia y Ucrania, que compensarían la menor producción en Argentina y Australia debido a la sequía que sufrieron los cultivos. Asimismo, la expectativa de una mayor oferta ha generado la flexibilización de algunas de las restricciones al comercio exterior impuestas en el último año por los principales países exportadores destinadas a lograr abastecer a sus respectivos mercados internos. En contraposición, durante estos últimos meses aumentó la demanda del cereal para uso forrajero debido a la caída de los precios, de manera que la relación stock/consumo continúa baja (ver Gráfico II.21).

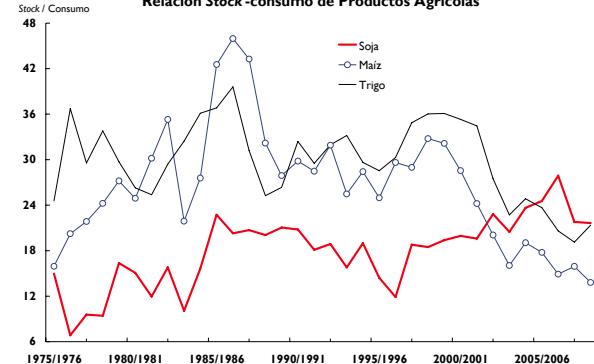
Los precios del petróleo presentaron una fuerte caída trimestral de 24,2%, llegando a niveles similares a los de febrero (US\$95 por barril), luego de haber alcanzado valores récord en los primeros días de julio (US\$145 por barril). En el marco de la gran volatilidad, la fuerte merma en los precios respondió al temor a la caída de la demanda mundial y a la salida masiva de los fondos de inversión. En tanto, los huracanes Ike y Gustav afectaron menos de lo esperado la producción de las operaciones de extracción del crudo en el Golfo de México, al tiempo que se moderaron algunos conflictos geopolíticos. De es-

Gráfico II.20
Producción Mundial de Maíz

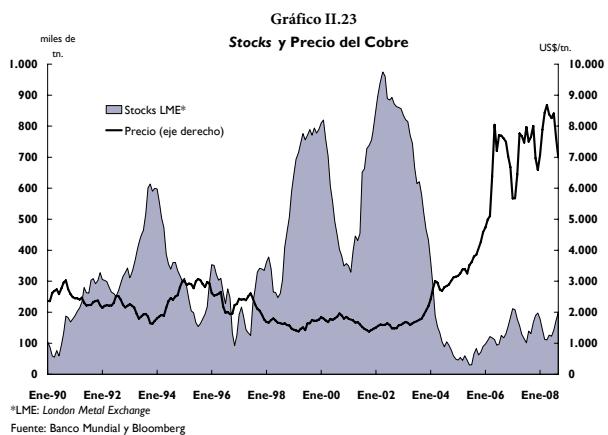
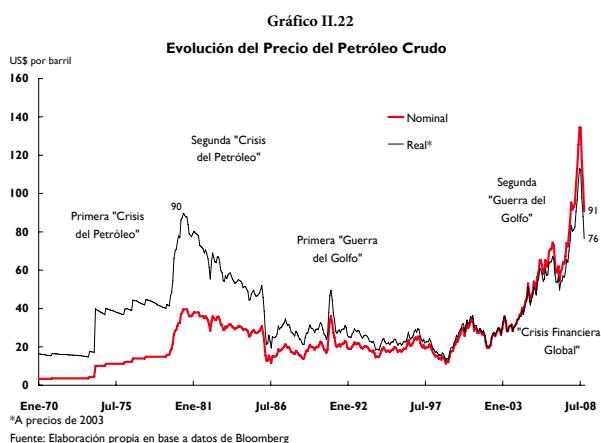


Fuente: Elaboración propia en base a datos del USDA

Gráfico II.21
Relación Stock - consumo de Productos Agrícolas



Fuente: Elaboración propia en base a datos del USDA



ta forma, si bien la cotización del petróleo cayó bruscamente durante el período, aún presenta una suba interanual de 29,8% (ver Gráfico II.22).

Los precios de las materias primas metálicas cayeron significativamente durante el trimestre (-15%) impulsadas por los temores de una mayor desaceleración económica mundial y una menor demanda, que daría lugar a un incremento de los inventarios globales. Si bien la cotización del aluminio aún muestra un alza de 5,6% i.a., el precio del cobre profundizó aún más su caída, llegando a presentar un descenso de 8,6% respecto del mismo período de 2007 (ver Gráfico II.23).

Con todo, la mayor ralentización de la economía mundial impulsaría a la baja los precios de los productos primarios, aunque factores estructurales como la demanda de alimentos de las regiones emergentes, el desarrollo de biocombustibles (que favorece la demanda de granos), los todavía elevados costos de producción y transporte y la recomposición de stocks darían soporte a las cotizaciones. Así, más allá de las correcciones recientes, y una alta volatilidad en el margen, se prevé, que los valores de los *commodities* se ubiquen en niveles históricamente elevados.

Apartado 1 / La crisis financiera internacional

La crisis financiera iniciada hace más de un año por el aumento de la incobrabilidad en el segmento *subprime* del mercado hipotecario estadounidense ha procedido por etapas de creciente intensidad y extensión, afectando nuevos agentes y sectores dentro de cada país y diseminándose internacionalmente hasta alcanzar finalmente a la mayoría de los países.

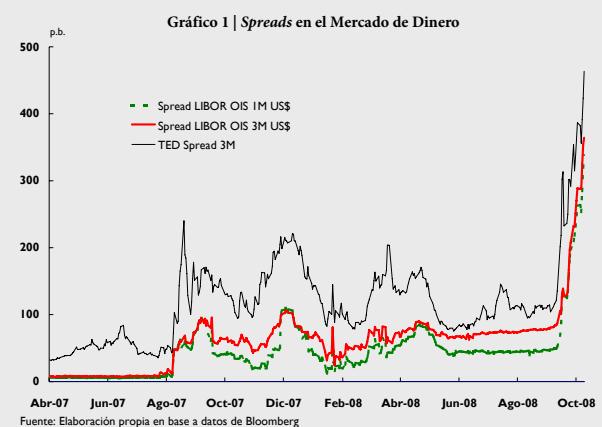
La dinámica simplificada de una crisis financiera muestra etapas secuenciales bien definidas: la primera son los problemas en los bancos, originados en este caso a partir de la crisis en el sector de hipotecas *subprime*; la segunda tiene lugar cuando estos problemas se transmiten a los consumidores y productores en forma de una contracción del crédito, frenando la actividad económica; en la tercera, esa ralentización de la economía empeora adicionalmente la situación del sistema financiero y los mercados de capitales. Si la política económica no logra detener este proceso de retroalimentación, las economías podrían ingresar en una depresión económica severa.

Los eventos vividos desde mediados de septiembre de este año han sido particularmente tumultuosos y han puesto en riesgo al sistema financiero internacional, lo que ha convertido a este episodio de disruptión financiera en el más severo de los acaecidos desde la década de 1930⁴. En episodios de este tipo se plantea la posibilidad de que se interrumpan las funciones básicas que cumple el sistema financiero de intermediación entre las decisiones de ahorro e inversión y aún el sistema de pagos que viabiliza la ejecución de las transacciones más rutinarias. Esto ha ocurrido a pesar de estar enmarcado en una intensa actividad por parte de las autoridades de las economías avanzadas que han intentado contener su propagación desde el inicio de las dificultades. La gravedad y profunda volatilidad de los desarrollos observados en los mercados financieros ha desafiado así el diagnóstico con que las autoridades económicas encararon inicialmente el problema, cuyas intervenciones de política parecieron ir, en varias ocasiones, detrás de los acontecimientos. Aunque en diferentes instancias durante el último año se vislumbró el final de la crisis, la recaída en nuevos episodios de volatilidad e incertidumbre desminieron tales expectativas y pusieron de manifiesto la persistencia y profundidad de la disruptión en curso.

Existe un elevado consenso en que la conjunción de condiciones económicas benignas, un período prolongado de política monetaria expansiva y el marco de regulación prudencial se combinaron para dar lugar en los últimos años a un episodio de rápida innovación financiera y apalancamiento (incremento del endeudamiento respecto del capital propio) en un contexto de fuertes

cambios en el modelo de negocios bancarios. Tal como suele ocurrir en las fases de exhuberancia en los mercados financieros, es posible que durante la larga expansión que precedió a las actuales turbulencias haya habido lugar para que la toma de riesgos fuese excesiva.

La opacidad de los nuevos instrumentos y vehículos financieros desarrollados y la incertidumbre sobre la verdadera localización de los riesgos (por ejemplo, productos estructurados, exposiciones financieras “fuera de balance”, etc.) parecen haber contribuido a disseminar rápidamente el contagio a otros segmentos de los mercados financieros, dando lugar a una peligrosa reacción en cadena. En la mirada de varios observadores, ciertos rasgos del actual modo de funcionamiento de los mercados financieros (y aspectos regulatorios tales como las prácticas contables de *fair value*) podrían haber adicionado nuevos mecanismos de transmisión de las dificultades dando lugar a un período de desapalancamiento significativo de los agentes y de destrucción de riqueza.



En efecto, en medio de la masiva corrección en curso en los mercados financieros de los países desarrollados, cabe destacar la continua intensificación del proceso de desapalancamiento de los agentes pese a la agresiva respuesta estabilizadora de las autoridades monetarias. Las situaciones de iliquidez en el centro del sistema financiero –el mercado interbancario– experimentaron varios rebotes en el último año hasta alcanzar niveles inéditos durante las últimas semanas. En efecto, el diferencial entre las tasas esperadas de política a distintos plazos y la tasa LIBOR interbancaria pone de manifiesto las dificultades de los bancos centrales para controlar en diferentes instancias las tasas de mercado de más corto plazo y alinearlas con sus tasas de referencia (ver Gráfico N° 1). Asimismo, el incremento en el diferencial de rendimiento entre un bono del Tesoro y un préstamo interbancario al mismo plazo, señala el fuerte incremento en el riesgo relativo percibido en este último mercado.

⁴ Fondo Monetario Internacional (FMI), Informe sobre Perspectivas Económicas Mundiales, octubre de 2008.

En este contexto, ante cada intensificación de las tensiones en el sistema financiero los bancos centrales debieron exhibir una alta creatividad y disposición a experimentar nuevos tratamientos. A pesar de las diversas medicinas aplicadas, la “ fiebre” (la iliquidez en algún segmento del mercado) reapareció reiteradamente y en cada instancia la crisis regresó en forma más virulenta, expandiéndose a nuevos segmentos de los mercados de crédito. En marzo de este año, las autoridades norteamericanas tuvieron que coordinar (y garantizar) el rescate de un banco de inversión (Bear Stearns). Posteriormente, a mediados de año, en un marco de dudas sobre la solvencia de las agencias hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac hicieron explícito el respaldo gubernamental a las mismas. La decisión de no dejar caer a dichas entidades se habría interpretado inicialmente como el intento de delimitar las intervenciones y ello trajo algo de quietud a los mercados.

No obstante, a mediados de septiembre la crisis tendió a intensificarse e ingresó en una fase sin precedentes, disparada por el aparente cambio de enfoque, implícito en la decisión de dejar que Lehman Brothers se declarara en bancarrota luego de las dificultades que tuvo para conseguir fondos en el mercado de capitales. Esta señal desató una ola de confusión y pánico que llevó a los mercados a experimentar sus peores jornadas en varias décadas. El Gobierno de EE.UU. decidió desandar su reticencia inicial, saliendo a rescatar de la quiebra a la principal aseguradora del mundo, AIG. Parecía evidente a esta altura que las intervenciones *ad hoc* y las masivas inyecciones de liquidez de los bancos centrales, en particular de la Reserva Federal, ya no lograban estabilizar los mercados, y que era necesaria una solución que reconociese, fiscalmente, que el problema había pasado a ser de solvencia del conjunto del sistema financiero.

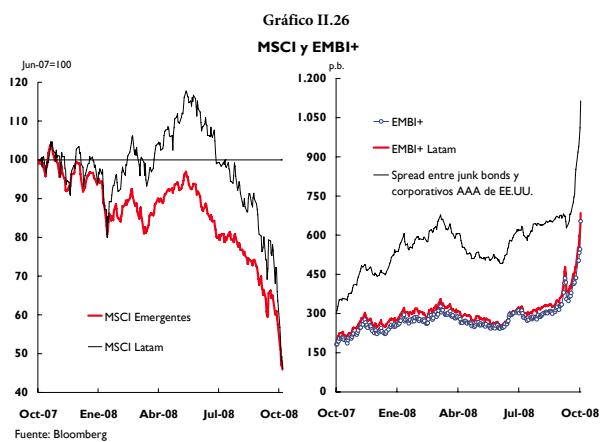
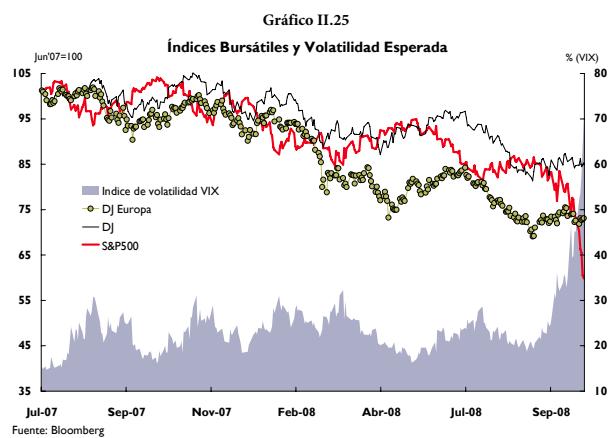
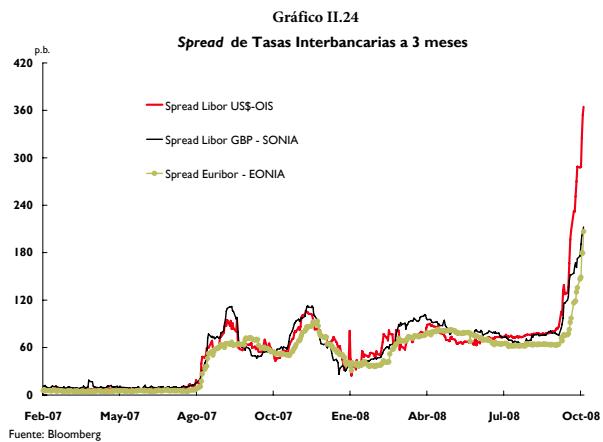
Las decisiones coordinadas adoptadas por las autoridades europeas y estadounidenses durante las reuniones del G7, del FMI y del G20 (destinadas a inyectar directamente capital en las entidades financieras y garantizar sus principales operaciones por montos millonarios, preservando la cadena de pagos y el sistema financiero mundial de un eventual colapso) intentaron marcar un punto de inflexión en la evolución de la crisis.

Los anuncios más recientes podrían lograr reducir la volatilidad imperante y estabilizar el comportamiento de los mercados financieros, evitando nuevos episodios de contagio y el surgimiento de mecanismos negativos de retroalimentación de las dificultades entre el sector financiero y real. Aún así, parecería difícil concluir que ello permitirá evitar consecuencias negativas sobre el nivel de actividad económica mundial. Por un lado, los ajustes potenciales en la hoja de balance del sector bancario no habrían concluido y se plantea ahora la posibilidad de que el procesamiento de las pérdidas y la impos-

sición de nuevas regulaciones se traduzca en una desaceleración del proceso de generación de crédito⁵. Por otro lado, es probable que la destrucción de riqueza ocurrida y la incertidumbre del contexto induzcan conductas preventivas del lado del gasto de los consumidores, especialmente en aquellas economías en las que la hoja de balance de las familias presenta una situación más vulnerable (por ejemplo, EE.UU.). Aunque la posición financiera de las firmas aún es, en general, bastante sólida y la rentabilidad ha exhibido niveles elevados en los últimos años, las perspectivas de desaceleración económica tenderán a traducirse en un menor dinamismo de las expectativas de beneficio de las empresas. Por último, la transmisión internacional de las dificultades, y el posible surgimiento de respuestas de protección de los mercados internos, auguran una más débil evolución inmediata del comercio mundial.

De esta forma, en el mejor de los casos, la recuperación de la actividad –que ya viene mostrando síntomas reversivos en varios países desarrollados- sería gradual. Ciertamente, en las condiciones actuales no pueden descartarse escenarios más negativos, en particular si los eventos sistémicos de las últimas semanas se prolongan en el tiempo a pesar de los esfuerzos de los gobiernos para detenerlos. Sin embargo, parece difícil que se repita un escenario como el de la Gran Depresión: ha habido aprendizaje para evitar cometer errores pasados y los actuales gestores de política saben que debe evitarse por todos los medios la propagación de episodios de este tipo. Asimismo, se dispone para ello de numerosas herramientas fiscales y monetarias (y, en forma algo paradójica, de mayores grados de libertad, habida cuenta que la “fuga a la calidad” de los inversores se canaliza a los pasivos emitidos por las propias economías en mayores dificultades). En suma, la incertidumbre sobre los pronósticos y el rango de los senderos posibles de evolución de la economía mundial en adelante se han ampliado en forma notable y no puede descartarse en modo alguno un escenario caracterizado por una desaceleración apreciable del crecimiento del PIB y del comercio mundiales. Lo que sí puede anticiparse con relativa certeza es que la próxima fase se caracterizará por una regulación financiera que busque minimizar el riesgo de exposición del sistema a eventos críticos como el experimentado.

⁵ Las pérdidas acumuladas en el sistema bancario reconocidas al momento alcanzan a US\$580.000 millones, de las cuales las entidades han logrado reponer alrededor de US\$435.000 millones a través de inyecciones de capital. Sin embargo, el tamaño potencial de las pérdidas estimadas varía en un rango muy amplio, dependiendo por cierto de la evolución de los acontecimientos futuros. El FMI (2008), por caso, estima que las pérdidas relacionadas con los activos norteamericanos son de US\$1,4 billones, frente a una estimación previa de unos US\$950.000 millones. De ese total, entre US\$640.000 millones y US\$735.000 millones corresponderían al sistema bancario.



II.6 Flujo de Capitales

Durante el último trimestre los mercados financieros del mundo profundizaron su deterioro, transformando los desarrollos iniciados a mediados de 2007 en un escenario de incertidumbre generalizada y una crisis de confianza en el sistema financiero mundial. Se intensificaron las pérdidas del valor de los activos y las dudas en torno al impacto final sobre los distintos tipos de instrumentos y la exposición de numerosas entidades financieras. Estos acontecimientos se vieron reflejados en el fuerte incremento en la demanda de liquidez y en importantes tensiones en los mercados interbancarios (ver Gráfico II.24), al tiempo que las plazas bursátiles de todo el mundo evidenciaron gran volatilidad y fuertes caídas. El índice *Morgan Stanley Capital Investment* (MSCI) mundial cayó durante el tercer trimestre 17,1%, mientras que el Dow Jones lo hizo en 4,4%, ubicándose en niveles similares a los registrados a mediados de 2003, y el S&P 500 (*Standard and Poors*) disminuyó 8,9% (ver Gráfico II.25).

Los mercados emergentes en un comienzo resistieron en forma positiva las disruptivas financieras, pero últimamente se han visto sometidos a crecientes presiones. El costo y la disponibilidad del financiamiento se han deteriorado drásticamente, y los mercados de acciones han experimentado correcciones bruscas, aunque a partir de niveles elevados. En efecto, el MSCI Emergentes disminuyó 27,6% en el tercer trimestre, mientras que el índice MSCI Latam lo hizo en 32,9%, para igual período. A su vez, el *Emerging Market Bond Index Plus* (EMBI+) de Emergentes aumentó 119 p.b., incremento inferior al de América latina (146 p.b.). A pesar del reciente empeoramiento de las condiciones financieras de los activos de renta fija y variable, aún los diferenciales de tasa de América latina registran un menor aumento que los correspondientes a los activos de mayor riesgo de EE.UU. (ver Gráfico II.26).

Desde el tercer trimestre de 2008, las salidas de capital originadas por la aversión al riesgo se han intensificado, dando lugar a una mayor restricción de la liquidez y fuertes depreciaciones cambiarias para la generalidad de las monedas de los países en desarrollo. De esta manera, las economías emergentes se encuentran ante un entorno macroeconómico más exigente y las autoridades enfrentan grandes desafíos, a medida que se desacelere el crecimiento y persistan ciertas presiones inflacionarias a partir del efecto *pass-through* de devaluación del tipo de cambio sobre los precios domésticos. Hay un riesgo importante de que esta confluencia de circunstancias acelere la fase descendente del ciclo de crédito interno en algunas economías en desarrollo.

Así, Argentina se enfrenta a un escenario internacional negativo y de fuerte incertidumbre dado que aún no queda claro el impacto que las acciones de política económica adoptadas por las principales economías tendrán sobre los desarrollos de los mercados financieros ni el efecto final de la intensificación de la crisis sobre la economía real. De todas maneras existe consenso generalizado de que la actividad económica mundial ingresará en una fase de fuerte desaceleración económica y que la salida de la actual crisis será paulatina y extendida en el tiempo.

III. Actividad Económica

III.1 Síntesis

El país alcanza por sexto año consecutivo en 2008 un incremento de la producción de bienes y servicios, aunque por debajo de lo observado en años previos, en un marco de profundización del deterioro del contexto internacional.

Luego de la desaceleración registrada en el primer semestre, el ritmo de crecimiento de la actividad económica se mantendría en niveles inferiores al promedio del actual ciclo expansivo, en la medida en que la recuperación de las exportaciones compensaría sólo parcialmente la moderación de la inversión y el consumo prevista para fines de 2008. En efecto, las Exportaciones reales volverían a crecer a partir del aumento de los envíos de los Productos primarios (PP), a lo que se adiciona el buen desempeño de las ventas de Manufacturas de origen industrial (MOI). La suba de las cantidades exportadas permitiría reducir la contribución negativa de las Exportaciones Netas (XN), en un contexto donde las Importaciones mantendrían una marcada expansión aunque algo por debajo de la esperada.

En tanto, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) registraría en el segundo semestre un menor crecimiento, principalmente por la reducción de la compra de bienes de capital, a lo que se adiciona la desaceleración de la inversión en construcción. No obstante, en 2008 la suba global de la inversión se mantendría elevada (superior a 10%) y permitiría que la IBIF siga ganando participación en el PIB, ubicándose en torno a 24%. Por su parte, el consumo de las familias continuaría en expansión, aunque a un ritmo menor al de los últimos años en línea con la evolución de los salarios y el crédito.

Por el lado de la oferta, los sectores productores de servicios continúan contribuyendo de manera significativa al crecimiento de la economía mientras que los productores de bienes también muestran una evolución positiva, aunque menos pronunciada.

En 2009 el Producto se expandiría a un ritmo menor al de 2008, en línea con el crecimiento promedio de la región y las proyecciones del Presupuesto Nacional 2009.

Gráfico III.1

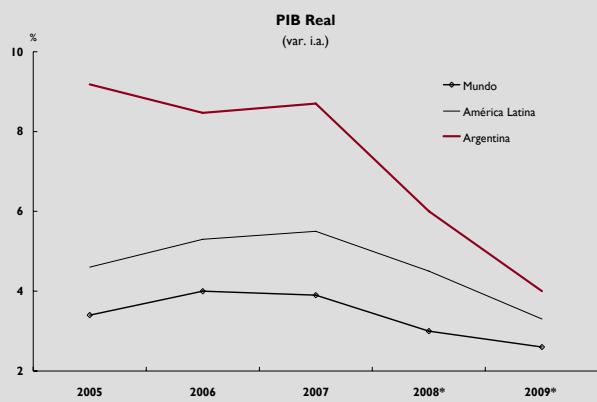
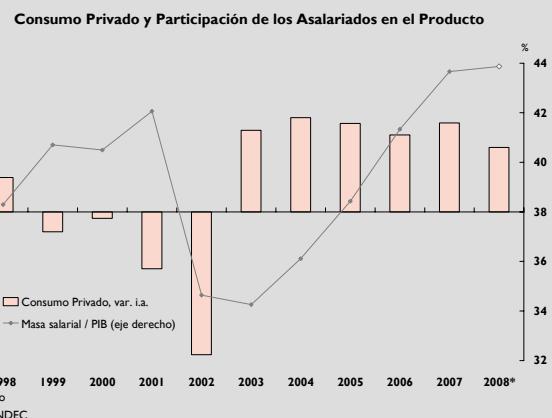


Gráfico III.2



III.2 Comportamiento del Gasto

El gasto agregado actualmente continúa en expansión, impulsando que la producción de bienes y servicios alcance en 2008 su sexto año consecutivo de crecimiento (ver Gráfico III.1). De todos modos, el comportamiento de los distintos componentes del gasto resulta levemente menor a lo previsto anteriormente, teniendo en cuenta, entre otros factores, el impacto del cambio en el contexto internacional.

La Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) registra un ritmo de crecimiento menos pronunciado que en la primera parte del año en consonancia con el deterioro del escenario económico internacional, tanto en el componente de maquinaria y equipos como en la construcción, que se ve influida también por una menor actividad en la obra pública y un menor inicio de nuevas obras privadas. Por su parte, las familias mantienen un ritmo de crecimiento del consumo algo más moderado que en períodos anteriores, en un contexto de menor aumento de la masa salarial real y del crédito. En sentido contrario, las Exportaciones medidas en cantidades han recuperado dinamismo en el último trimestre, en línea con la normalización de la comercialización de productos agropecuarios, a la vez que los volúmenes importados se desaceleran, reduciendo el aporte negativo de las Exportaciones Netas (XN) al Producto (ver Cuadro III.1 y Gráfico III.3).

De este modo, se proyecta para 2008 una expansión económica ligeramente inferior a la anticipada en el anterior **Informe de Inflación**, previéndose que el PIB registre un incremento en torno al 6% anual. Por su parte, teniendo en cuenta que los efectos de la crisis internacional persistirían a lo largo del próximo año, se espera que en 2009 el incremento del Producto se modere, ubicándose en línea con lo pautado en el Proyecto de Presupuesto Nacional 2009.

Inversión

El gasto en inversión mostraría en 2008 un ritmo de expansión promedio de dos dígitos, similar al de 2007, hecho que permitiría elevar la Tasa de Inversión a 24% del PIB, el valor más alto desde 1980. De todos modos, el ascenso de la IBIF ha tendido a moderarse en los últimos trimestres, tanto en el componente de máquinas y equipos como en construcción, situación que podría profundizarse el año próximo.

El gasto de las empresas en Equipo durable de producción, particularmente importado, continúa liderando la expansión de la IBIF, aunque a un ritmo inferior al registrado en el primer semestre del año, cuando presentó

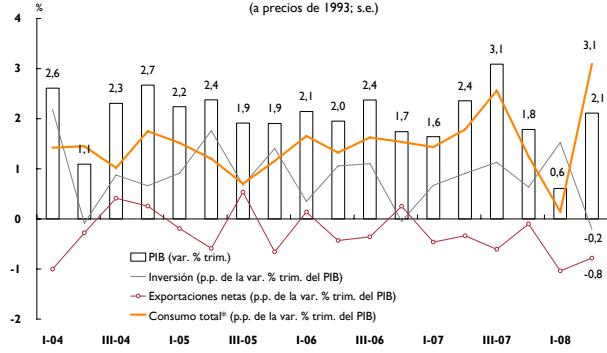
Cuadro III.1
Indicadores de Actividad
(var. % respecto al período anterior; s.e.)

	I-07	II-07	III-07	IV-07	I-08	II-08	III-08
PIB (a precios constantes)							
Gasto							
Ventas de Autos - ADEFA	8.4	-3.1	12.3	4.2	3.8	4.1	-1.7
Confianza del consumidor - UTDT (s.o.; p.p.)	1.6	-7.4	-3.7	1.6	0.6	-9.0	0.2
Importaciones (cantidades) (**)	3.8	4.8	9.8	5.3	4.9	2.3	1.6
Importaciones de Bienes de Consumo (cantidades) (**)	9.3	4.2	13.2	6.9	1.1	5.1	7.2
Importaciones de Bienes de Capital (cantidades) (**)	2.3	7.0	9.5	7.6	13.1	-2.2	1.1
Exportaciones (cantidades) (**)	-2.8	3.9	2.0	5.2	-2.9	-6.5	16.1
Oferta							
Actividad - EMAE (%)	1.7	2.5	2.6	2.0	0.9	2.0	1.6
Actividad - IGA O.J. Ferreres (%)	2.1	3.0	1.5	2.0	0.5	1.1	1.3
Industria - EMi (%)	0.8	2.6	1.7	4.1	-1.6	1.4	1.7
Industria - IPI FIEL (%)	1.2	1.7	1.1	2.0	0.0	0.0	0.2
Construcción - ISAC (%)	0.3	6.8	0.6	2.1	2.0	0.4	0.2
Servicios Públicos - ISP (%)	2.1	3.9	4.3	5.8	2.6	-1.3	2.0

* Dato a julio ** Dato a agosto

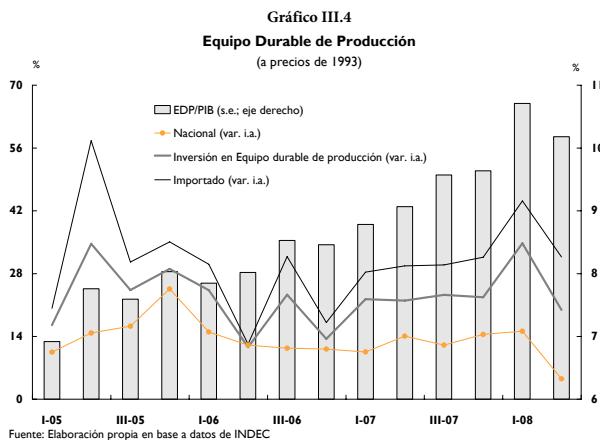
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y Producción, FIEL, O. J. Ferreres, ADEFA y UTDT

Gráfico III.3
Crecimiento del PIB y Contribución por Componente del Gasto
(a precios de 1993; s.e.)

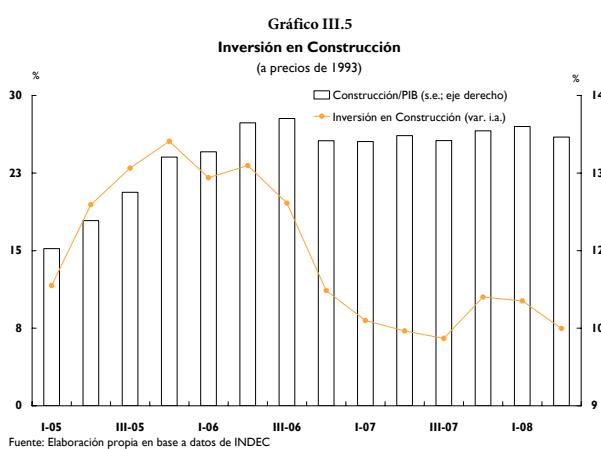


* Incluye Consumo Privado, Consumo Público y Discrepancia estadística

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



un aumento cercano al 30% interanual (i.a.). Este comportamiento tiene lugar en un marco de expectativas de menor crecimiento económico global y local a causa de un cambio en las condiciones financieras internacionales y una reducción de los precios internacionales de las materias primas exportadas por el país. De este modo, la expansión del gasto en bienes de capital durante 2008 se situaría en torno al 20% i.a., alcanzando una participación dentro del PIB de 10%, 1,3 puntos porcentuales (p.p.) por encima del año previo (ver Gráfico III.4).

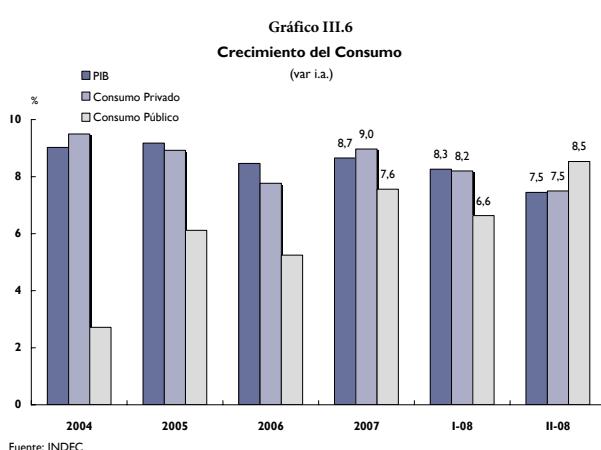


La inversión en Construcción continúa registrando una desaceleración, en un marco de menor rentabilidad esperada para los desarrollos privados y de menor crecimiento de la inversión real del Gobierno. En este sentido, en el segundo trimestre de 2008 el gasto en construcción evidenció un alza de 7,5% i.a., que se situó por debajo del desempeño de los trimestres previos. Esta tendencia continuaría en lo que resta del año y el gasto en este segmento crecería en línea con la expansión del Producto, principalmente por la continuación de las obras que ya están en ejecución, manteniendo estable su participación dentro del PIB (ver Gráfico III.5).

En 2009 la inversión seguiría registrando un incremento, pero a un ritmo más moderado que en 2008. El sector productor de servicios seguiría demandando bienes de capital para el comercio, el transporte y las comunicaciones, que compensaría parcialmente la reducción de la demanda de sectores transables como la industria y el sector agrícola. Por su parte, el gasto en construcción mantendría un ritmo de crecimiento moderado, con una menor demanda de nuevas viviendas y un mayor impulso del Gobierno, en línea con lo previsto en el Proyecto del Presupuesto Nacional (ver Sección VI).

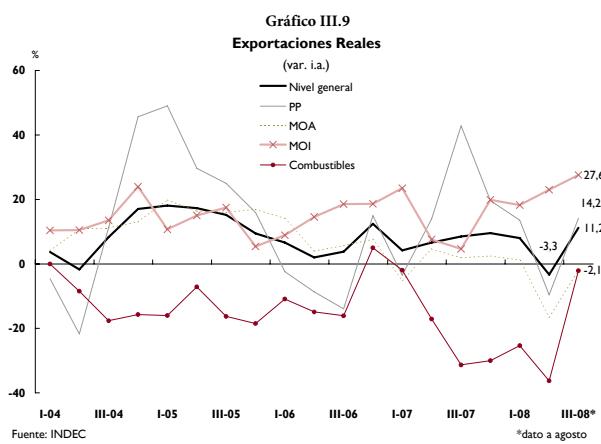
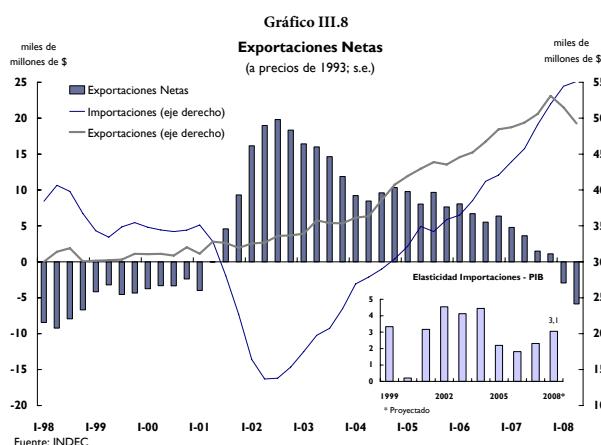
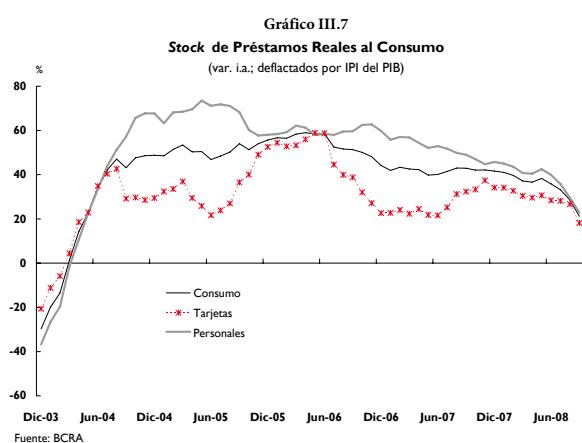
Consumo

El gasto de los hogares actualmente sigue en ascenso, aunque a un ritmo menor al exhibido en años previos. Por su parte, el Consumo Público también presenta una expansión, aunque en este caso similar a la de 2007, sostenida por el mayor gasto de las provincias y del Gobierno central (ver Gráfico III.6).



El consumo de las familias mantiene en la segunda mitad de 2008 un aumento algo inferior al de los últimos años, acompañando la trayectoria exhibida por la masa salarial real y los préstamos (ver Gráficos III.2 y III.7). De este modo, se proyecta que la expansión del Consumo Privado se ubique alrededor de 6% i.a. en 2008.

En tanto, el Consumo Público mantendría un elevado ritmo de expansión durante el año, tal como ya fue ob-



servado en el primer semestre. El crecimiento del gasto del Gobierno central y de las provincias se mantuvo en 7,7% i.a. en promedio entre el primer y el segundo trimestre, continuando con una expansión similar a la registrada en 2007.

Para 2009 se prevé que el comportamiento del Consumo siga una tendencia ascendente, aunque con una expansión más débil que en 2008. Si bien se proyecta un ligero incremento del poder adquisitivo de los salarios, la profundización de la crisis financiera internacional podría llevar a los consumidores a tomar una posición más cautelosa en lo que hace a las decisiones de endeudamiento y consumo (ver Sección IV).

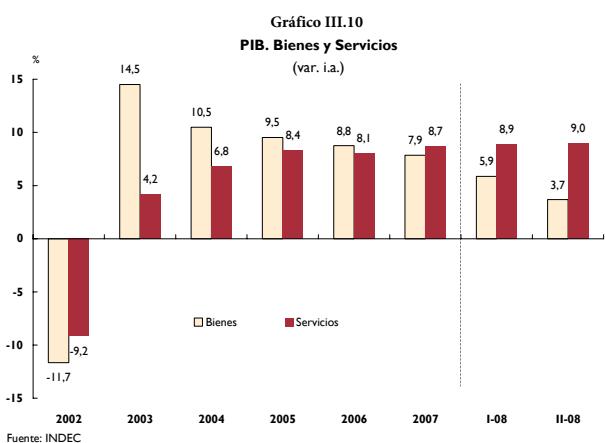
Exportaciones Netas

Luego de las caídas observadas en los dos primeros trimestres del año, las Exportaciones reales muestran una recuperación en el segundo semestre y finalizarían el año con una expansión en torno al 5% (ver Gráfico III.9). El incremento de las cantidades exportadas reflejaría la mejora en los envíos al exterior de los Productos primarios (PP) y de las Manufacturas de origen agropecuario (MOA). Adicionalmente, las Manufacturas de origen industrial (MOI) mantienen un elevado ritmo de crecimiento a lo largo del año y finalizarán con la mayor expansión desde el inicio de la fase creciente del ciclo (ver Sección V y Gráfico III.8).

Por su parte, las Importaciones mantienen un significativo incremento, derivado de la mayor demanda de bienes y servicios destinados al consumo y la inversión locales. Al igual que en 2007, las cantidades importadas volverían a mostrar una variación superior al 20% i.a., aunque algo menores a las esperadas con anterioridad, en un marco de menor crecimiento del Producto. Medidas en términos de cantidades, las compras externas de bienes que más crecen en lo va de 2008 son las de bienes de capital y de consumo, además de combustibles y lubricantes, aunque todas presentan una moderación en el margen. La elasticidad Importaciones-Producto sería mayor a 3 en 2008, tras ubicarse en promedio en 2,1 entre 2005 y 2007.

III.3 Comportamiento de la Oferta

Los sectores productores de servicios siguen manteniendo un elevado ritmo de crecimiento en un contexto donde la producción de bienes aminoró su expansión, debido a cuestiones particulares de oferta y una reducción en la demanda de algunos sectores (ver Gráfico III.10).



La producción de servicios finalizaría el año con una elevada tasa de expansión, luego de crecer cerca de 9% i.a. en el primer semestre del año. Los servicios financieros y el transporte, almacenamiento y comunicaciones siguen siendo los sectores que exhiben los mayores aumentos en el año. Adicionalmente, también presentan mayores niveles de actividad el comercio y los hoteles y restaurantes, que acompañan la evolución del consumo.

Por su parte, la producción de bienes terminaría el año con un crecimiento inferior al evidenciado en los años previos. A diferencia de lo sucedido en 2007, el nivel de actividad del sector agrícola no exhibiría expansión a lo largo de 2008 mientras que la construcción seguiría desacelerándose, acompañando la reducción de los incentivos a invertir en el sector. En tanto, la industria manufacturera finalizaría el año con un crecimiento en línea con la suba del PIB (ver Cuadro III.2).

Para 2009 se proyecta que la producción de servicios siga liderando el crecimiento de la actividad. Los sectores productores de bienes volverían a ver reducida su dinámica, ante la expectativa de una disminución de la oferta agropecuaria y una menor expansión de la demanda externa para los bienes industriales.

Industria

La industria local mantiene un crecimiento promedio similar al del año pasado, aunque con una mayor volatilidad y concentración sectorial. Para adelante, se prevé un menor dinamismo, en parte por el cambio del escenario internacional, que determinaría que la expansión de la industria en 2008 sea más moderada que en 2007.

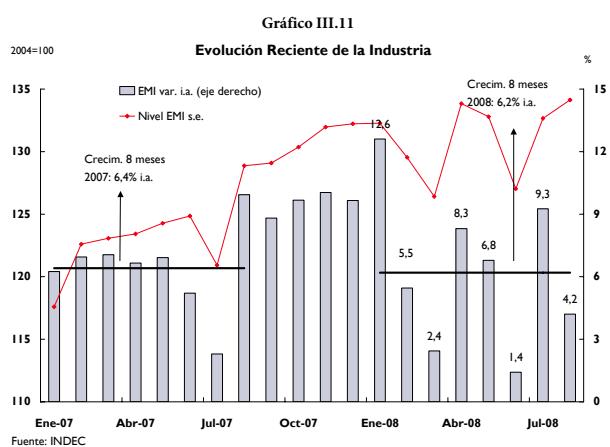
Particularmente, de acuerdo al Estimador Mensual Industrial (EMI), la actividad industrial registró un aumento de 6,2% durante los primeros ocho meses del año con respecto a igual período del año anterior, previéndose para todo 2008 un crecimiento levemente inferior (ver Gráfico III.11).

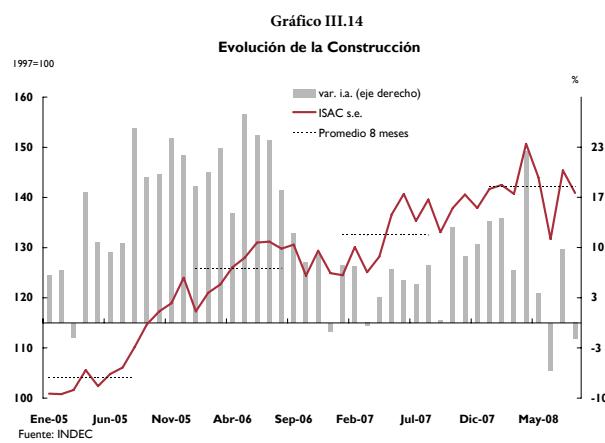
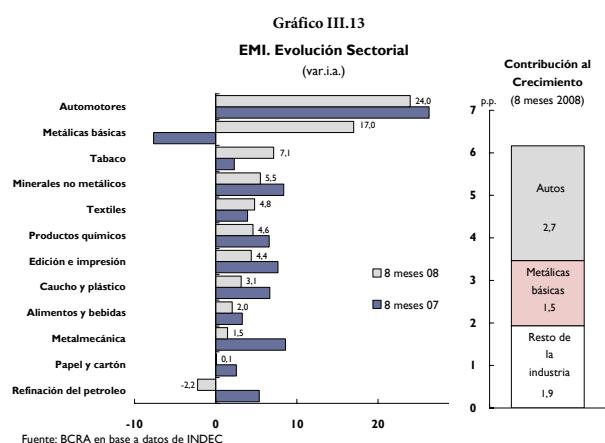
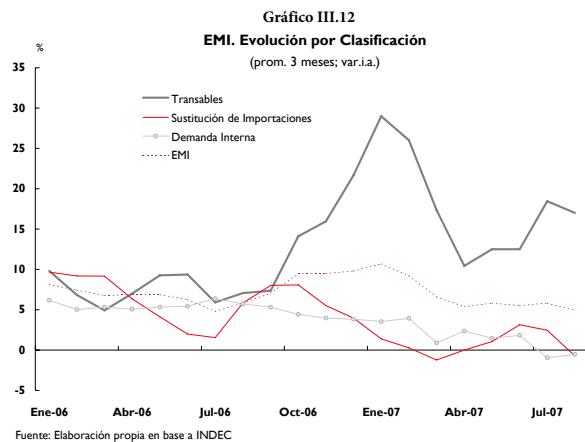
Esta expansión estuvo concentrada en el incremento de sectores de transables, en especial productores de bienes durables y metales básicos (ver Gráfico III.12). La producción automotriz fue la más dinámica, avanzando 24% i.a. en los primeros ocho meses de 2008 y contribuyendo en 2,7 p.p. al crecimiento, favorecida por el aumento de la demanda interna y de las ventas al exterior, principalmente a Brasil. Por su parte, las Industrias metálicas básicas se expandieron 17% i.a. en lo que va del año y aportaron 1,5 p.p. al crecimiento industrial, impulsadas por el incremento de la oferta y por la actividad en las industrias automotriz, de la construcción y enva-

	var. s.e.				Contrib. II-08 (p.p.)	var. anual	
	III-07	IV-07	I-08	II-08		2007	Acum. 2008
Sectores productores de bienes							
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	1,7	1,6	-1,0	1,8	0,6	7,9	4,6
Pesca	-2,6	-1,7	0,2	1,6	0,1	10,3	-0,4
Explotación de minas y canteras	-11,3	-14,1	-5,5	43,8	0,0	-6,4	-10,0
Industria manufacturera	2,5	1,2	-1,6	-5,4	-0,1	-0,5	-0,2
Suministro de electricidad, gas y agua	2,4	3,1	-2,4	3,1	0,5	7,6	6,3
Construcción	2,2	-0,7	0,8	2,0	0,1	5,7	4,4
	3,3	2,0	0,9	-0,2	0,0	9,9	7,8
Sectores productores de servicios							
Comercio mayorista y minorista y reparaciones	2,9	2,4	1,6	2,2	1,4	8,7	8,9
Hoteles y restaurantes	3,2	3,7	-1,2	4,3	0,5	11,1	9,3
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	3,0	3,1	1,3	-0,6	0,0	8,2	8,3
Intermediación financiera	3,6	3,3	3,0	1,7	0,2	13,7	13,1
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	1,2	6,7	4,9	8,6	0,4	18,6	20,8
Administración pública y defensa	3,0	0,4	1,5	1,0	0,1	4,7	5,9
Enseñanza, servicios sociales y de salud	4,5	-1,6	1,5	-0,5	0,0	3,7	4,3
Otras actividades de servicios y servicio doméstico	1,0	1,8	1,3	0,5	0,0	4,8	4,9
	1,4	1,4	1,7	1,4	0,1	6,4	6,2

* No incluye el impuesto al valor agregado, impuestos a la importación y servicios financieros medidos indirectamente, con lo cual las contribuciones no totalizan el 100%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC





ses, de las cuales este sector es insumo intermedio. En tanto, el resto de los sectores presentaron un relativamente bajo crecimiento (ver Gráfico III.13).

Los niveles de Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) se mantuvieron prácticamente constantes en los últimos meses, en torno a 73,5%, sin observarse restricciones mayores a las de períodos previos aún en los sectores de mayor dinamismo. Sin embargo, las inversiones en plantas y equipos son inferiores a las evidenciadas en otros años.

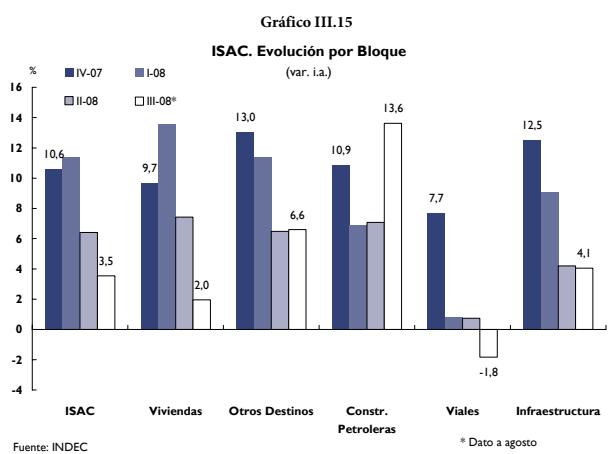
Las perspectivas para el sector industrial son de un crecimiento más moderado, en un contexto internacional adverso. La crisis financiera global y los menores ingresos de capitales dificultarían las posibilidades de financiación y podrían afectar los planes de inversión de las grandes empresas. Adicionalmente, el menor ritmo de la actividad interna y la desaceleración global, que reduciría los términos de intercambio y la demanda externa, disminuirían la demanda de los sectores que impulsaron la expansión industrial durante 2008.

En este sentido, se espera que el sector automotriz disminuya su crecimiento frente a la menor demanda interna y las menores posibilidades de exportación, entre otros factores. En efecto, este escenario ya se habría plasmado en varias empresas del sector que comenzaron a reprogramar la producción y las jornadas laborales. Por su parte, la industria metálica básica, ante la disminución en la actividad en los sectores demandantes de sus productos, reduciría su dinamismo, mientras que los minerales no metálicos también se verían afectados ante la menor demanda de cemento prevista de la construcción.

Construcción

La construcción se mantiene en niveles elevados de actividad y superiores a los de un año atrás, asociado principalmente al desarrollo de las obras en curso. Sin embargo, los permisos de construcción y las expectativas de los empresarios estarían indicando una menor actividad del sector en el futuro, situación que ya se habría plasmado en los datos del último trimestre.

Según el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), en el año la suba es de 7,4% i.a. fundamentalmente por las mejoras registradas en los primeros meses de 2008. En efecto, observando el comportamiento sin estacionalidad (s.e.) se puede comprobar que el crecimiento entre agosto y diciembre pasado asciende a sólo 2,2% s.e. (ver Gráfico III.14).



Realizando un desglose del comportamiento de la actividad en los distintos tipos de construcciones, se puede observar que en lo que va del año las construcciones mayormente relacionadas con la obra pública como las viales y de infraestructura han retraído su expansión a 0,1% i.a. y 5,9% i.a., respectivamente. En tanto, las edificaciones para viviendas y otros destinos registran en ambos casos un incremento de 8,2% i.a., superior al del mismo período de 2007, mayormente como respuesta a la continuidad de obras que ya estaban comenzadas (ver Gráfico III.15).

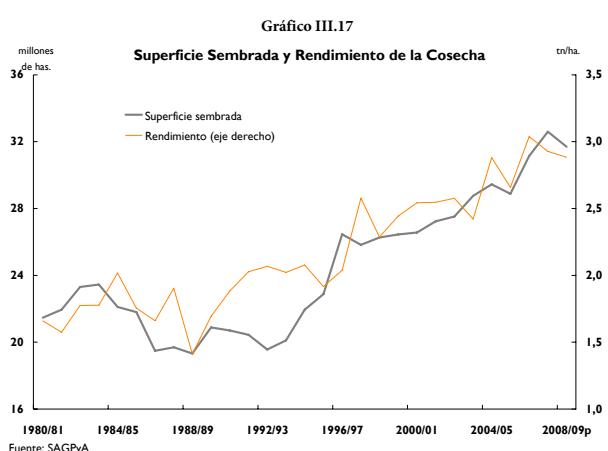
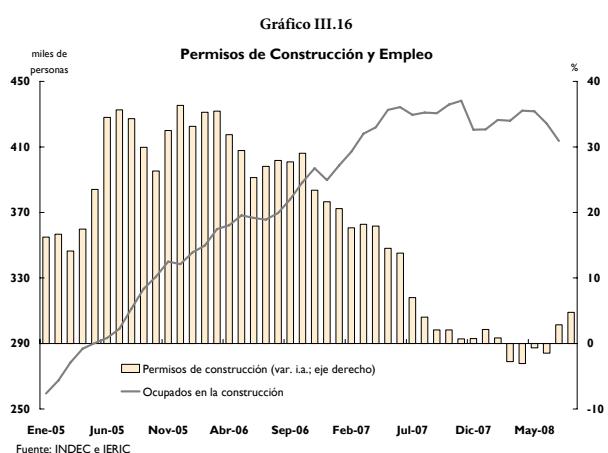
A futuro se espera que continúe evidenciándose una moderación en el ritmo de crecimiento del sector, que estaría relacionada con la reducción de la rentabilidad sectorial y el incremento de la incertidumbre de la evolución de los precios y costos, en un contexto donde la demanda tiene limitadas posibilidades de aumentar ante la baja profundidad del mercado de créditos hipotecarios y la reducción del ahorro, entre otros factores. En efecto, los permisos de edificación reflejan una menor superficie a construir, principalmente en el interior del país, y en el acumulado de los primeros ocho meses del año sólo crecieron 5,5% i.a.. Adicionalmente, el empleo formal en la construcción registra en los últimos meses una retracción, indicando también las expectativas de menores niveles de actividad en el futuro próximo (ver Gráfico III.16).

Sector Agropecuario

El sector agropecuario finalizaría el año con un estancamiento de los niveles productivos respecto de 2007. Esto se debería principalmente a una menor producción agrícola, al tiempo que la actividad pecuaria exhibiría un ligero incremento ante una moderada expansión de la producción de lácteos.

Luego de alcanzar valores récord en la campaña 2007/08, las malas condiciones de humedad en los suelos, el deterioro de los niveles de rentabilidad y las menores opciones de financiación llevarían a un retroceso en el área sembrada y el volumen a recolectar en el ciclo 2008/09. En particular, se proyecta un descenso cercano al 3% en la superficie a sembrar en la nueva campaña, por la reducción de las áreas destinadas al cultivo de trigo y maíz principalmente (ver Gráfico III.17). Distinta sería la evolución de otros cereales y de la soja, que al requerir una menor inversión de capital de trabajo y permitir dilatar la cosecha por cuestiones climáticas, exhibirían una moderada expansión en su superficie.

Gran parte del comportamiento más cauteloso de los productores responde al fuerte descenso exhibido por



Cuadro III.3
Producción de Granos y Algodón

	Récord histórico ^a miles tns	2007-08 miles tns	2008-09 miles tns	Var % de producción 2008-09 / 2007-08	Dif. en miles de tns 2008-09 / 2007-08
Cereales		43.400	35.933	-17,2	-7.466
Maíz	21.755	20.850	18.500	-11,3	-2.350
Trigo	16.300	16.300	10.500	-35,6	-5.800
Sorgo granífero	8.100	2.930	3.266	11,5	336
Otros	3.320	3.667	10,5	348	
Oleaginosas		51.509	55.133	7,0	3.624
Soja	47.461	46.200	50.500	9,3	4.300
Girasol	7.100	4.630	3.930	-15,1	-700
Otros	679	703	3,5	23	
Algodón		506	506	0,0	0
Total		95.415	91.572	-4,0	-3.843

* 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

los precios de las materias primas luego de la profundización de la crisis financiera internacional (ver Sección II). Esta situación ha redundado en que, bajo las condiciones actuales, los planteos productivos en algunos cultivos en determinadas regiones del país presenten resultados en rojo y desestimulen la producción agrícola.

Así, se proyecta que la cosecha 2008/09 sea inferior a las 92 millones de toneladas por las importantes caídas de los cereales tradicionales que no serían compensadas por la suba de la soja (ver Cuadro III.3). El descenso de la producción se vería reflejado tanto en las cantidades exportadas así como en los niveles de actividad, teniendo en cuenta el impacto de esta actividad en otros bloques productivos.

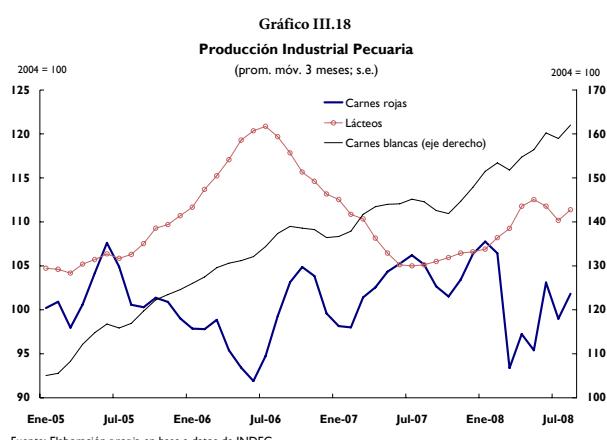
La producción pecuaria finalizaría el año en un nivel inferior al alcanzado durante 2007. El estancamiento de la actividad se debería a la producción perdida durante el primer semestre del año y a la reducción del peso promedio de los animales enviados a faena, a pesar del aumento de la cantidad de cabezas ofrecidas por la importante sequía que afectó al país en el tercer trimestre del año y el incremento de la matanza de hembras. En particular, en los primeros ocho meses del año la oferta cárnea exhibe una retracción de 3,3% i.a.. Cabe notar que a pesar de la reducción de la producción, el consumo interno siguió en ascenso (1,0% i.a.), en desmedro de las cantidades exportadas que se redujeron 25% entre enero y agosto de 2008 e igual período del año pasado.

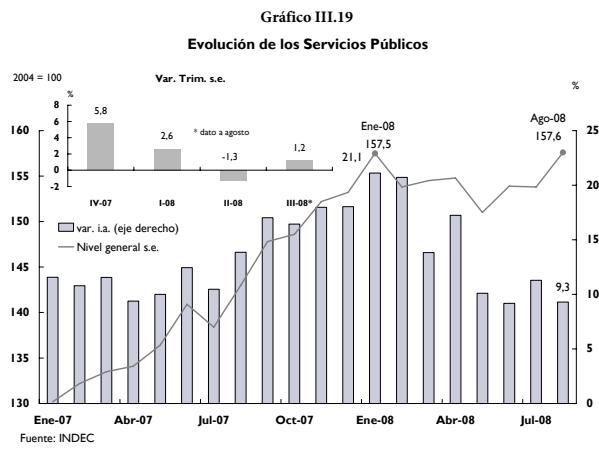
Por su parte, la producción primaria de leche continuó recuperando su nivel de actividad a lo largo de los primeros ocho meses del año y exhibe una suba acumulada de 6,2% i.a.. De esta forma, la oferta total se ubicaría en una de las más elevadas en términos históricos. Con respecto a las perspectivas futuras, la caída de la rentabilidad sectorial y el descenso de las cotizaciones internacionales se verían reflejadas en una reducción de la capacidad productiva (ver Gráfico III.18).

Servicios Públicos

El crecimiento del consumo de servicios públicos se mantiene en niveles elevados durante el año, aunque también se prevé una moderación en su ritmo en los próximos meses. De este modo, se espera que la demanda de servicios públicos finalice 2008 con un alza semejante a la del año previo.

De acuerdo al Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP), el consumo acumula un crecimiento de 13,9% en los primeros ocho meses del año con respecto a igual período del año anterior (ver Gráfico III.19). Esta expan-



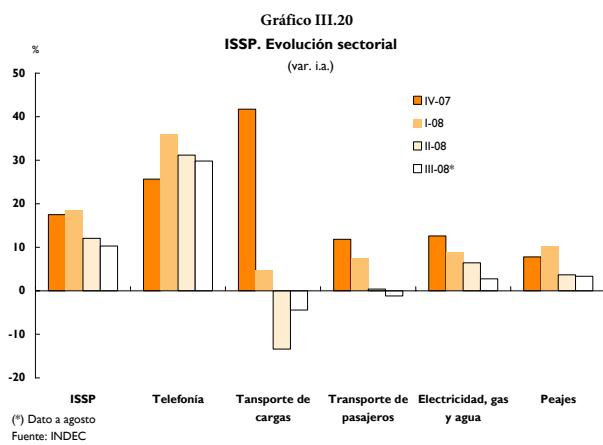


sión estuvo explicada por la aceleración en el crecimiento de la telefonía (32,2% i.a.), cuyo incremento respondió principalmente al aumento de las llamadas de telefonía celular (38,1% i.a.) y al servicio de mensajes de texto (52,7% i.a.; ver Gráfico III.20).

En tanto, el consumo de insumos energéticos se mantuvo firme durante el año, aumentando su crecimiento a 7,1% i.a. en lo que va de 2008, luego de registrar un alza de 5,5% i.a. en igual lapso del año anterior. A pesar de las mayores temperaturas experimentadas durante el invierno del corriente año y las reducciones esporádicas de la actividad, se incrementaron tanto la demanda de energía eléctrica (8,4% i.a.) como el consumo de gas natural (6,3% i.a.).

Por su parte, dados los conflictos gremiales y la menor demanda de servicios por parte del sector agrícola, el transporte de carga se contrajo 2,7% i.a. en los primeros ocho meses del año. Asimismo, el menor crecimiento del empleo, también habría perjudicado al servicio de transporte de pasajeros, que desaceleró su expansión a 3,4% i.a., tras crecer 9,8% i.a. entre enero y agosto del año pasado.

Para 2009 se proyecta que el consumo de servicios públicos siga en expansión, pero a un ritmo más moderado. Las comunicaciones volverían a encabezar el crecimiento sectorial aunque exhibirían una menor dinámica al registrarse un mercado más maduro. Adicionalmente, la desaceleración de la expansión económica, la menor oferta agrícola y cierto debilitamiento del mercado laboral se verían reflejados en una reducción de la demanda de servicios de transporte de pasajeros y de carga.



IV. Empleo y Salarios

IV.1 Síntesis

El mercado laboral se mantendría estable luego de las mejoras observadas en el primer tramo del año. Así, a fines del corriente año se prevé que la Tasa de Desocupación se ubique en niveles similares a los del último trimestre de 2007 (7,5% de la Población Económicamente Activa -PEA-), mientras que corregido por planes de empleo oficiales, el desempleo sería levemente inferior al de un año atrás, dado que los planes continuaron perdiendo relevancia. Por su parte, los ingresos nominales de los trabajadores mostrarían un incremento superior al registrado durante 2007, aunque el poder adquisitivo en términos reales mostraría una suba menor a la alcanzada en años previos.

En la segunda mitad de 2008 la creación de empleo continúa aunque a un ritmo reducido, tal como sucedió en el segundo trimestre del año cuando la cantidad de ocupados se incrementó sólo 0,4% interanual (i.a.). Mejor ha sido el comportamiento del empleo neto de planes, que en el segundo trimestre creció 1,1% i.a., no obstante aún por debajo del alza de 3,9% i.a. evidenciada en 2007. Así, la elasticidad empleo corregido-Producto se ubicaría en torno a 0,2 en 2008, por debajo de la evidenciada el año previo (0,5), en un marco de menor dinamismo de sectores mano de obra intensivos, como la construcción. La Tasa de Actividad, que resultó en el principal determinante de la caída del desempleo, permanecería cerca de los valores de un año atrás.

A diferencia de años anteriores, los aumentos salariales en términos reales serían marginales en 2008, con divergencias entre los distintos segmentos del mercado laboral. En particular, el Sector privado no registrado presentaría un alza que compensaría el estancamiento de la capacidad de compra de los sectores formales, influido (entre otros factores) por la equiparación del aporte previsional a los sistemas de capitalización y reparto, que determinó un ajuste a inicios de año en las remuneraciones netas percibidas por los empleados del sector registrado.

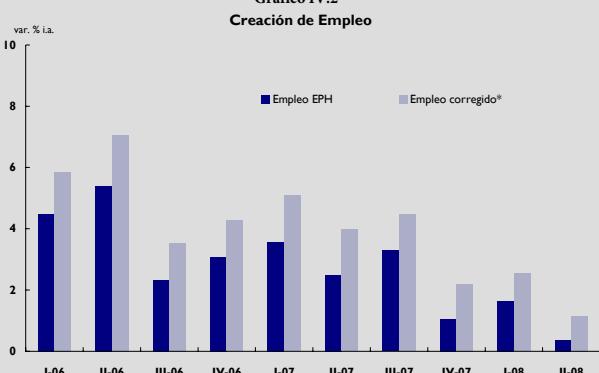
Para 2009, en línea con las menores expectativas de crecimiento económico, se proyecta que la Tasa de Desocupación se mantenga sin cambios significativos respecto de 2008, pudiendo incluso crecer levemente.

Gráfico IV.1



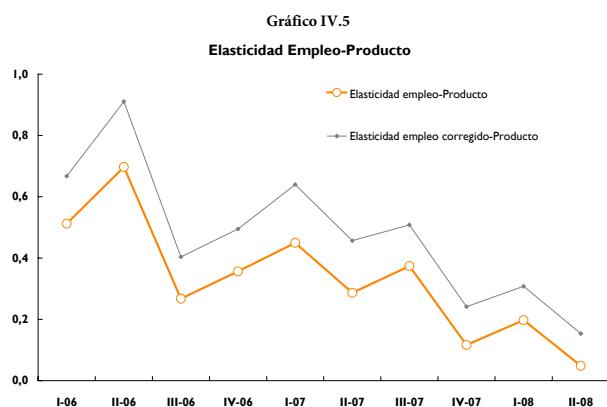
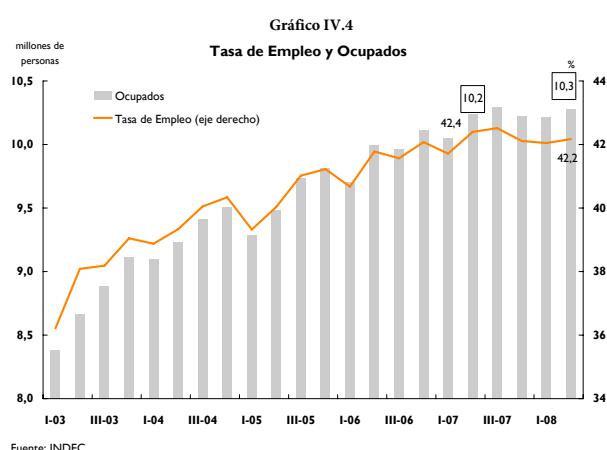
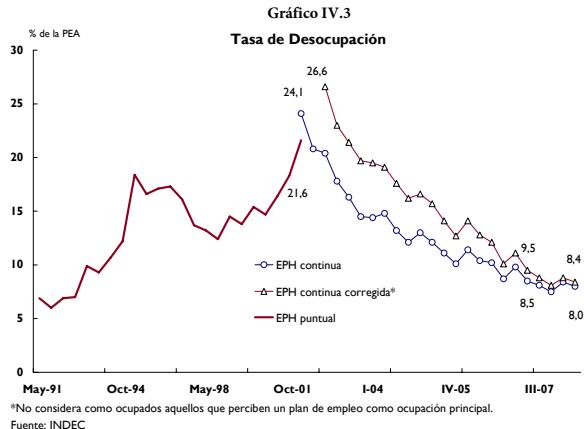
* No se considera como ocupados aquellos que perciben un plan de empleo como ocupación principal
Fuente: INDEC y REM

Gráfico IV.2



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

IV.2 Empleo



El mercado laboral continúa presentando buenos indicadores en términos históricos. La Tasa de Desocupación se ubica en niveles de un dígito desde el cuarto trimestre de 2006 y el impacto de los planes de empleo oficiales ha perdido relevancia, debido a que los beneficiarios lograron reinsertarse en el mercado laboral o bien accedieron a otro plan o beneficio social. En este contexto, la Tasa de Desocupación terminaría el corriente año en valores similares a los de fines de 2007 (7,5% de la Población Económicamente Activa -PEA⁶-), estabilizándose en los menores niveles desde 1993 (ver Gráfico IV.3). De todos modos, en los últimos trimestres se está acentuando la desaceleración en la creación de empleo verificada desde inicios de 2008, situación que podría profundizarse en 2009.

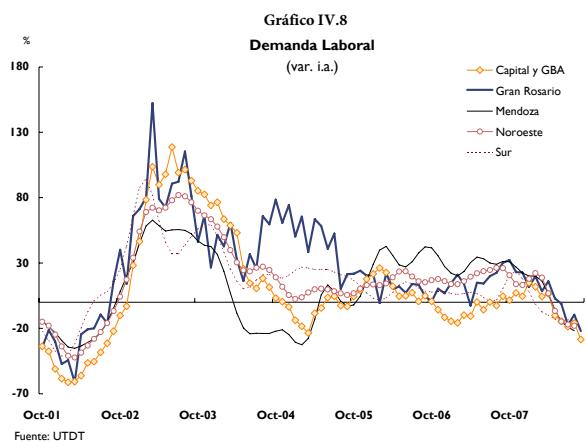
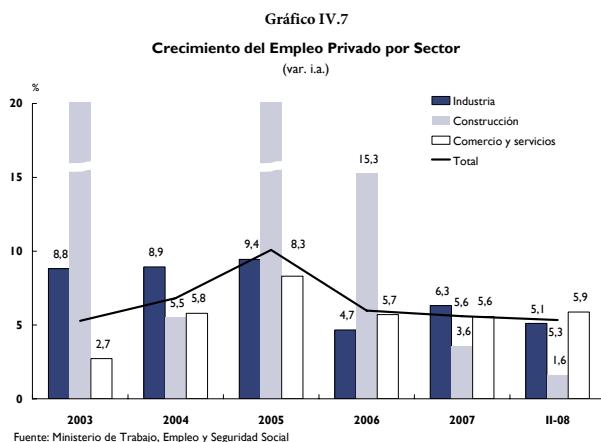
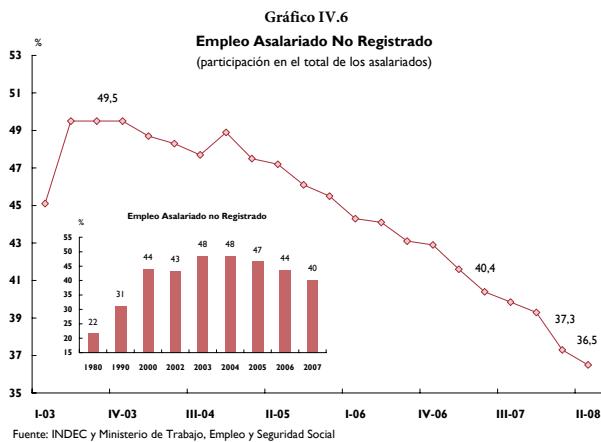
La cantidad de personas sin ocupación continúa cayendo, aunque a un ritmo menor en comparación con años anteriores. En particular, la Tasa de Desocupación, medida por la Encuesta Permanente de Hogares (EPH⁷), se situó en 8% de la PEA en el segundo trimestre de 2008, 0,5 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del mismo período del año anterior, tras reducirse 1,7 p.p. interanual (i.a.) en promedio durante 2007.

En el segundo trimestre de 2008 la Tasa de Empleo presentó la primera caída interanual del actual ciclo expansivo, como consecuencia de un crecimiento de la demanda de trabajo de 0,4% i.a., equivalente a una elasticidad empleo-Producto de sólo 0,05. Así, la cantidad de ocupados representó 42,2% de la población total, 0,2 p.p. menos que un año atrás, en un marco de desaceleración del crecimiento de algunos sectores económicos intensivos en mano de obra, tales como la construcción (ver Gráfico IV.4).

Si se consideran como desocupados a aquellos individuos que declaran un plan de empleo como ocupación principal, los indicadores del mercado laboral presentan mejoras algo más pronunciadas, aunque también con una moderación en el margen. La cantidad de ocupados en el segundo trimestre de 2008 se incrementó 1,1% i.a. resultando una elasticidad empleo-Producto de 0,2 (ver Gráfico IV.5). Asimismo, la Tasa de Empleo corregida crece 0,1 p.p. i.a. para alcanzar 42% de la población total, mientras que la Tasa de Desempleo corregida muestra una disminución de 1,1 p.p. i.a. hasta 8,4% de la PEA, reduciendo la distancia con la Tasa de Desempleo original 0,6 p.p. respecto de un año atrás.

⁶ Personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo.

⁷ Las bases de datos de la EPH no se han publicado desde el primer trimestre de 2007, por lo que no se cuenta con información sectorial. Asimismo, los valores del tercer trimestre de 2007 fueron estimados por el INDEC dado que no se habían relevado todos los aglomerados.



Paralelamente, el empleo registrado también presenta un ritmo de aumento menor al de años anteriores, aunque superior al promedio de la economía, permitiendo nuevas mejoras en la calidad del trabajo. Así, la tasa de informalidad continúa disminuyendo, representando al 36,5% de los ocupados de acuerdo a datos del segundo trimestre del corriente año (ver Gráfico IV.6).

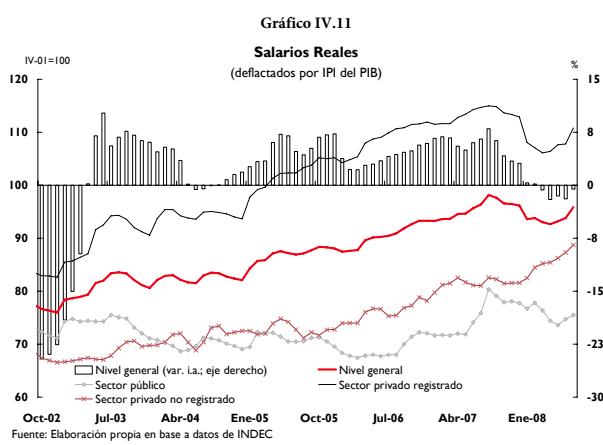
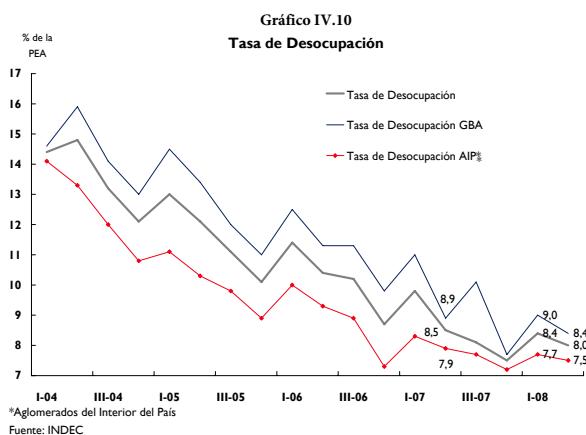
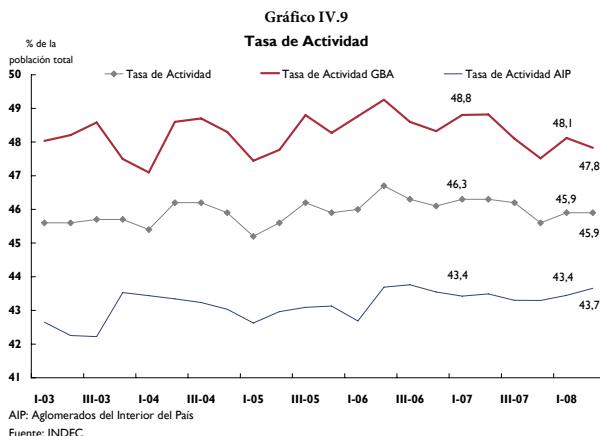
Desagregando por sectores de actividad, se observa que en lo que va de 2008 la expansión del empleo privado formal se sostiene principalmente en los servicios, que incluso registran una tasa de expansión levemente superior a la observada durante 2007. En tanto, los sectores productores de bienes muestran una desaceleración, en parte por la mencionada evolución del empleo en la construcción (ver Gráfico IV.7).

En lo que resta del año las perspectivas para la creación de puestos de trabajo formal son menos alentadoras. Entre otros indicadores adelantados, el Índice de Demanda Laboral (IDL)⁸ que confecciona la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT) pasó de exhibir variaciones positivas superiores a 10% i.a. en los primeros meses de 2008, a reducciones del orden de 20% i.a. en la actualidad en todos los centros urbanos relevados (ver Gráfico IV.8).

Por su parte, la oferta laboral exhibe una reducción desde el segundo trimestre de 2006. 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 Previsional, que amplió la cobertura jubilatoria a cerca de un millón ochocientas mil personas (equivalentes al 16% de la PEA), que en su mayoría estaban en edad de jubilarse pero no cumplían con los requisitos mínimos de aportes. En particular, en el segundo trimestre de 2008 la Tasa de Actividad representó al 45,9% de la población total, idéntico valor que el trimestre anterior y 0,4 p.p. por debajo al del mismo período de 2007.

En términos regionales, la Tasa de Desocupación ha continuado descendiendo de manera uniforme entre el Gran Buenos Aires (GBA) y los Aglomerados del Interior del País (AIP), aunque por distintas razones. Dentro del GBA la reducción de la desocupación obedeció mayormente a la caída de la Tasa de Actividad, dado que el empleo registró un descenso. Distinta es la situación en los AIP, donde el crecimiento del empleo siguió siendo la principal causa de la caída de la desocupación, en un marco donde la Tasa de Actividad siguió en ascenso (ver Gráficos IV.9 y IV.10).

⁸ 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.



Para 2009 las primeras estimaciones indican un estancamiento del mercado laboral. En particular, en un contexto de desaceleración de la actividad económica, se proyecta que la demanda de las empresas siga siendo débil, a lo que podría sumarse un incremento de la participación de la población en la fuerza laboral. Por su parte, el proceso de formalización seguiría su curso, aunque mostraría una mejora menos pronunciada que en el pasado reciente.

IV.3 Salarios e Ingresos

Los salarios reales de la economía finalizaron 2008 con una leve expansión, luego de haber presentado a lo largo de la primera parte del año variaciones interanuales negativas, determinadas por el aumento de los precios y la equiparación en los aportes personales a los regímenes jubilatorios de capitalización y reparto, entre otros factores (ver Gráfico IV.11). Sin embargo, la composición de la suba del año sería heterogénea entre los distintos segmentos del mercado laboral, liderada por el segmento informal, a diferencia de lo sucedido en años previos.

En efecto, la suba de las remuneraciones del Sector privado no registrado ha sido superior al resto de los segmentos del mercado, al presentar un alza acumulada a agosto en torno a 10% en términos reales, la más pronunciada del actual ciclo expansivo. La aceleración en el incremento de los ingresos de este segmento coincide con el aumento de los precios de los alimentos, componente principal de la canasta de consumo de este sector, por encima del resto de los bienes y servicios. Asimismo, la reducción en la oferta de empleo informal y las mejoras otorgadas a los trabajadores registrados habrían influido en una suba algo más elevada. No obstante, a pesar de la mayor alza, sigue existiendo una brecha significativa entre los salarios no registrados y los del sector formal (ver Gráfico IV.11).

En el segmento formal, a partir de los convenios colectivos firmados, los salarios reales finalizarán el año con una suba similar al aumento de los precios, tanto en el sector privado como público (ver Sección VIII).

En lo que respecta a las perspectivas para 2009, el contexto de desaceleración del crecimiento económico y de la demanda laboral determinarían que los salarios reales sigan exhibiendo una suba moderada a lo largo del año.

V. Sector Externo

V.1 Síntesis

Las cantidades exportadas mostraron un repunte en los últimos meses, acompañando la evolución de los precios de exportación, que hasta el momento no se vieron afectados por la caída en los mercados internacionales. De este modo, las exportaciones continúan compensando el ascenso de las importaciones.

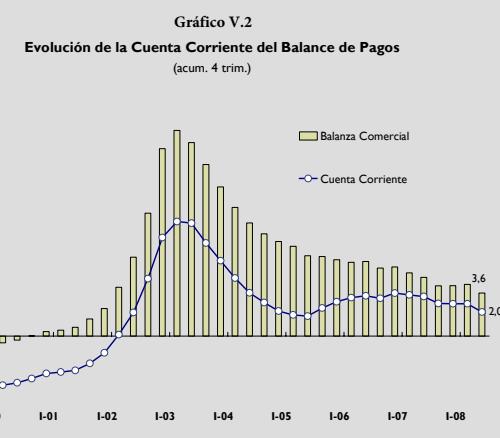
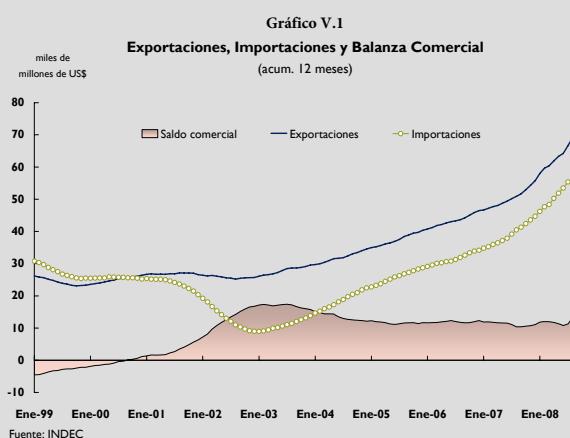
En particular, luego de la retracción registrada entre marzo y junio, las cantidades exportadas totales retomaron el crecimiento en el tercer trimestre del año, en línea con la normalización de la comercialización de productos agropecuarios. A su vez, las exportaciones industriales continuaron liderando el incremento de los volúmenes despachados, impulsadas por los embarques de productos químicos y material de transporte, entre otros. Las ventas externas finalizarían así con una expansión de alrededor de 33% i.a. en 2008, ubicándose en torno a US\$74.000 millones, monto que triplica el observado a inicios de la presente década.

Las importaciones, en tanto, muestran una desaceleración en el margen, destacándose el menor incremento de las compras de Combustibles, a la vez que en el resto de los rubros también se aprecia un ascenso menos pronunciado. Las compras externas totalizarían, de este modo, cerca de US\$61.000 millones en el año, con un aumento de 35% i.a.. Así, en 2008 se espera que la balanza comercial de mercancías exhiba un superávit superior a US\$13.000 millones, manteniéndose como el principal sostén del saldo de Cuenta Corriente, que se prevé que se sitúe por encima de US\$8.000 millones (2,6% del PIB).

Para 2009, considerando la evolución reciente de las cotizaciones internacionales de los principales productos de exportación, las ventas externas podrían registrar una caída. Las proyecciones para la próxima cosecha sugieren que la producción agrícola sufriría una retracción (principalmente en trigo, pero también en maíz). Este fenómeno restaría dinamismo a las exportaciones agrícolas y de sus subproductos, en tanto que las cantidades de combustibles continuarán reduciéndose.

Paralelamente, se espera que en 2009 la elasticidad Importaciones-Producto se sitúe en un valor inferior al observado en 2008, más en línea con los de años anteriores. Así, dada la evolución esperada de las ventas y las compras externas, se prevé una contracción del excedente comercial y del saldo de Cuenta Corriente. De todos modos, este escenario presenta una elevada sensibilidad a la evolución de los Términos del Intercambio (TI), en un contexto en el que los precios de los principales productos de exportación muestran una elevada volatilidad.

El agravamiento de la crisis financiera internacional en los últimos meses fue acompañado por una salida de capitales privados, extensiva a todos los mercados emergentes. A pesar de la evolución favorable de los ingresos de Inversión Extranjera Directa (IED), el incremento de la formación neta de activos externos del sector privado determinaría que la Cuenta Capital y Financiera muestre un egreso neto en el acumulado de 2008.



Cuadro V.1

Estimación del Balance de Pagos. Cuenta Corriente
(millones de US\$)

	II-07	III-07	IV-07	2007	I-08	II-08	Var. 6m 08 / 6m 07
Cuenta Corriente	2.394	723	3.014	7.113	1.389	894	-1.092
Cuenta Corriente, analizada en % del PIB	4,1	1,2	4,6	2,7	2,0	1,2	-1,3
Mercancías	3.957	2.305	4.603	13.255	3.592	2.938	182
Exportaciones fob	13.666	14.347	16.622	55.780	15.789	17.468	8.447
Importaciones fob	9.709	12.042	12.020	42.525	12.197	14.530	8.265
Servicios reales	-223	-376	58	-526	-285	-275	-353
Exportaciones de servicios	2.213	2.384	3.070	10.320	2.971	2.723	828
Importaciones de servicios	2.437	2.759	3.012	10.846	3.257	2.999	1.181
Rentas	-1.426	-1.276	-1.712	-5.931	-1.965	-1.813	-835
Renta de la inversión	-1.409	-1.255	-1.692	-5.856	-1.949	-1.796	-836
Intereses	-130	-103	-178	-613	-314	-375	-357
Ganados	1.289	1.362	1.286	5.088	1.141	1.029	-269
Pagados	1.419	1.465	1.464	5.701	1.455	1.404	88
Utilidades y Dividendos	-1.279	-1.152	-1.515	-5.243	-1.635	-1.421	-480
Ganados	351	396	338	1.485	396	389	34
Pagados	1.630	1.548	1.853	6.728	2.031	1.810	513
Otras Rentas	-17	-21	-20	-75	-16	-17	1
Transferencias corrientes	87	70	66	315	48	44	-86

Fuente: INDEC

V.2 Cuenta Corriente

La Cuenta Corriente continúa presentando resultados positivos, sostenida por el excedente comercial de mercancías, con exportaciones e importaciones que crecen a tasas elevadas (ver Cuadro V.1). En 2008 la Cuenta Corriente alcanzaría el séptimo año superavitario consecutivo, el ciclo más largo de saldos positivos en más de un siglo.

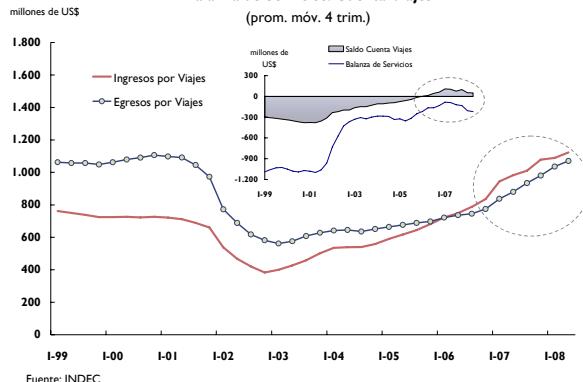
Impulsada por el incremento del superávit comercial de mercancías, que compensaría un mayor déficit en la cuenta de rentas, en 2008 se observaría un aumento del resultado positivo de Cuenta Corriente medido en dólares. En relación al Producto, en tanto, dicho saldo sería levemente inferior al registrado en 2007, que representó 2,7% del PIB.

La balanza de servicios reales muestra un importante incremento tanto de las exportaciones como de las importaciones, manteniéndose el saldo negativo en niveles similares a los de 2006 y 2007. Entre los ingresos, se destaca el aumento de las ventas de servicios empresariales, profesionales y técnicos, ítem que muestra un desarrollo sostenido desde 2002. También sobresale la evolución de los ingresos por viajes, vinculados con la expansión que viene exhibiendo el turismo receptivo en el país (ver Gráfico V.3).

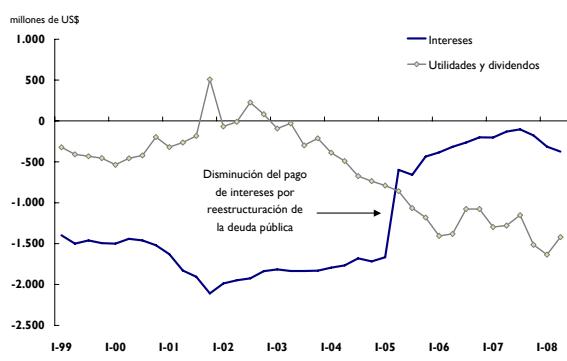
Estos mayores ingresos son contrarrestados principalmente por el aumento de los egresos en concepto de servicios de transporte (fletes), que crecen a la par de la expansión del intercambio de mercancías. Los mayores pagos por fletes reflejaron también el encarecimiento de los costos por el alza de los combustibles verificado a lo largo del año, aunque en los próximos meses podrían corregirse a la baja, en línea con la caída reciente del precio del petróleo. Adicionalmente, se observa una mayor salida por regalías y por viajes (turismo emisivo), que ya alcanza niveles similares a los del período 1999-2001 (ver Gráfico V.3).

Con respecto a los flujos de rentas, en 2008 se observa un incremento del egreso neto, explicado principalmente por una disminución de los intereses ganados y un aumento de las utilidades y dividendos pagados a no residentes (ver Gráfico V.4).

Para 2009 se espera que el resultado de la Cuenta Corriente muestre una disminución, que estaría explicada en gran medida por un menor superávit comercial de bienes y un mayor déficit de la balanza de servicios y de rentas.

Gráfico V.3
Balanza de Servicios. Cuenta Viajes
(prom. móv. 4 trim.)

Fuente: INDEC

Gráfico V.4
Rentas de la Inversión

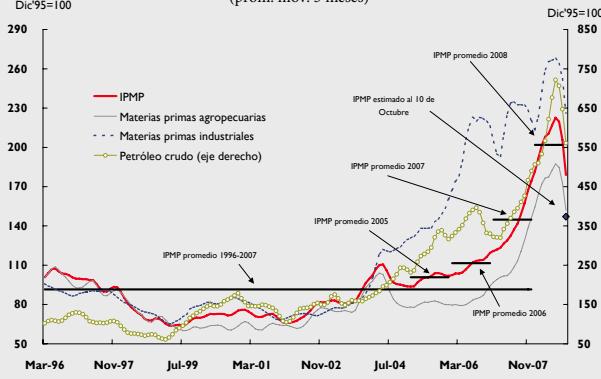
Fuente: INDEC

Apartado 2 / La caída reciente de los precios de las Materias Primas y los Términos del Intercambio

Los efectos de la crisis financiera global sobre los mercados de *commodities* y la posible retracción de la demanda como consecuencia de la desaceleración de la economía mundial plantean un nuevo escenario para la evolución de los Términos del Intercambio (TI) de Argentina.

En este sentido, la fuerte caída que sufrieron las cotizaciones de las materias primas, luego de haber alcanzado máximos históricos a mediados del corriente año, afectaría las operaciones de comercio exterior de nuestro país, aunque contrarrestando sólo parcialmente las subas acumuladas en los últimos años. A la vez, se derivaría un efecto positivo por parte de una disminución en el precio de las importaciones, que se habían encarecido significativamente desde 2007. Asimismo, la baja en las cotizaciones de las materias primas también afectaría a otras variables de la economía, destacándose una moderación en las presiones inflacionarias importadas y también un efecto sobre las cuentas fiscales.

Gráfico 1 | Índice de Precios de las Materias Primas (prom. móv. 3 meses)



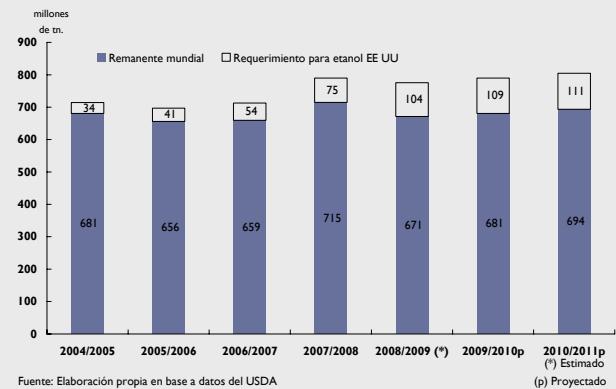
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco Mundial e INDEC

Los precios internacionales de las principales materias primas exportadas por el país, según el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP), registraron un fuerte crecimiento en los últimos años, llegando a un máximo en el mes de junio pasado, para luego comenzar una importante corrección. El reciente descenso estuvo fuertemente vinculado a la crisis del mercado financiero mundial que afectó a todos los activos en general, a lo que se sumaron algunas noticias bajistas por el lado de los fundamentos, como ser las mayores producciones estimadas en algunos granos o el descenso en la demanda de petróleo.

A pesar de que la caída de las cotizaciones de los *commodities* en el último trimestre resultó significativa, igualmente se encuentran en niveles históricamente

elevados (104% por encima del promedio de 1996-2007). Por su parte, al evaluar las cotizaciones en una canasta de monedas como el *Special Drawing Rights* (SDR) en términos reales, se observa que los valores de los *commodities* actualmente se ubican 54,7% por encima del promedio de 1996-2007. De hecho, si el IPMP se mantiene en el nivel actual⁹ en los meses que restan del

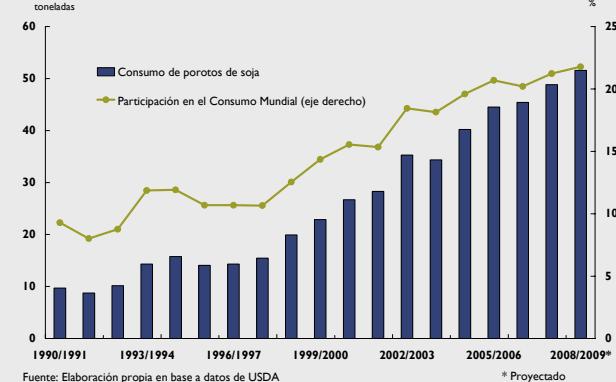
Gráfico 2 | Producción Mundial de Maíz



año, acumularía un alza de 34% en 2008, pero con un arrastre negativo de 21% para 2009 (ver Gráfico N° 1 y Sección II).

Si bien los precios mostraron una fuerte baja en el último trimestre, existen factores que permitirían que los precios de las principales materias primas que exporta el país se mantengan en niveles históricamente elevados. El sostén vendría por el lado de la demanda de cereales y oleaginosas para la elaboración de biocombustibles (etanol y biodiesel) por parte de las naciones desarrolladas, a lo que se sumaría el consumo de granos para alimento y uso forrajero en un contexto donde los países emergentes en pleno crecimiento demandan mayor

Gráfico 3 | China. Consumo de Porotos de Soja

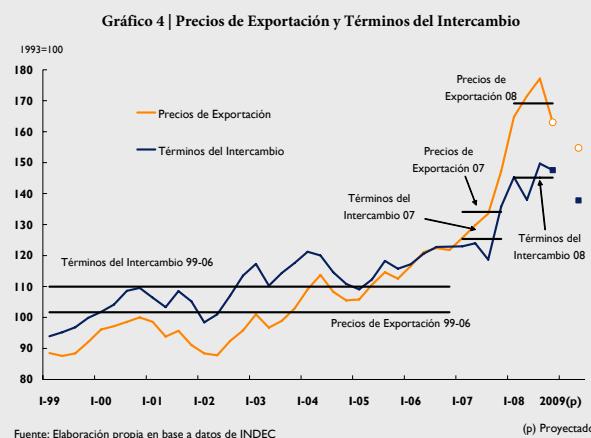


Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA
* Proyectado

⁹ Dato al 10 de octubre

cantidad y calidad de alimentos. En particular, en los últimos años los países asiáticos como China e India han incrementado el consumo de carnes (vacuna, avícola y porcina) a la par del aumento de la población y de la riqueza (ver Gráficos N° 2 y N° 3).

La evolución de las cotizaciones de las materias primas tuvo un correlato en los Términos del Intercambio, que se elevaron durante 2007 e inicios de 2008 llegando a situarse 26% por sobre el promedio de 1999-2006, impulsados principalmente por un incremento de los precios de exportación, que crecieron 42% desde 2006 al presente.



La caída actual en los precios internacionales impactaría en mayor medida sobre los precios de exportación, aminorando así los TI desde los elevados niveles actuales. De todas formas, el descenso en las cotizaciones de las *commodities* también contribuiría a aminorar los precios de importación, que se habían elevado marcadamente en el último tiempo (25% desde 2006) principalmente vinculados al comportamiento del petróleo, morganerando así el deterioro en los TI.

Con todo, incorporando la caída reciente de los precios de las materias primas¹⁰, se puede calcular que los precios de exportación aún acumularían en 2008 un alza promedio de 26%, permitiendo que los TI todavía se mantengan en niveles históricamente elevados. De todas formas, dada la dinámica del comercio exterior, los efectos de caídas de precios de exportación e importación se sentirían con más fuerza en 2009. Así, si bien el año próximo los TI se podrían situar por debajo del promedio de 2008, todavía superarían al registro de 2007, a medida que el deterioro en los precios de las ventas al exterior sería parcialmente compensado por una baja en los valores de las compras externas (ver Gráfico N° 4).

Por otro lado, la disminución de las cotizaciones internacionales de las materias primas agrícolas y del petróleo contribuye a quitar presión sobre los precios locales de alimentos. Los precios domésticos de productos alimenticios, tanto mayoristas como minoristas, habían mostrado importantes alzas desde 2007 acompañando la trayectoria de los *commodities*, aunque en menor medida. Así, la moderación en los precios de los productos agrícolas a nivel internacional quitaría presión sobre los precios locales de los alimentos, principalmente carnes, aceites, productos de panificación y lácteos, aunque con distinto grado de impacto de acuerdo a la estructura de cada mercado.

A su vez, la caída en el precio del petróleo podría ayudar a disminuir las presiones sobre los costos, en especial los agropecuarios, no sólo por el lado del transporte, sino también por el de los fertilizantes, que se elaboran con derivados del petróleo. En este marco, podría comenzar a reducirse la necesidad de subsidios, principalmente en el sector energético.

En síntesis, el reciente retroceso en los precios de las materias primas tendría diversos efectos en la economía argentina, siendo el principal el descenso de los valores exportados. Si bien esto se reflejaría en un retroceso de los TI, el deterioro no es directo debido a una corrección esperada en los precios de las importaciones, de manera que los TI aún se ubicarían por encima del promedio de los últimos años. Así, el escenario internacional se plantea con TI aún elevados y menores presiones inflacionarias, principalmente en la canasta de consumo básico de los hogares.

¹⁰ Datos al 10 de octubre.

Balanza Comercial¹¹

El crecimiento de las exportaciones continúa compensando el ascenso de las importaciones. Para 2008 se estima que las ventas externas finalicen con una expansión de alrededor de 33% i.a., ubicándose en torno a US\$74.000 millones, monto que triplica el observado a inicios de la presente década. Las compras externas totalizan cerca de US\$61.000 millones en el año, con un aumento de 35% i.a.. Así, se espera que la balanza comercial de mercancías exhiba un superávit superior a US\$13.000 millones, manteniéndose como el principal sostén del saldo positivo de la Cuenta Corriente.

El crecimiento de las ventas está explicado principalmente por la evolución de los precios de exportación, que por ahora no reflejan la caída en los mercados internacionales, a la vez que más recientemente se registró también un aumento de las cantidades despachadas.

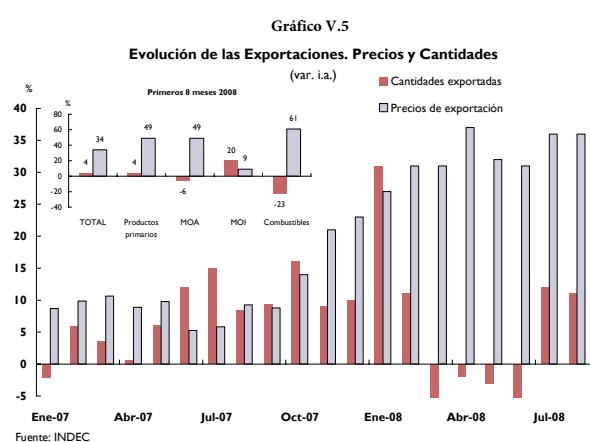
En particular, en los primeros ocho meses del año los precios de exportación acumulan una suba de 34% i.a., que se concentra en las materias primas y sus subproductos (ver Cuadro V.2 y Gráfico V.5). Adicionalmente, luego de la retracción registrada entre marzo y junio, cuando exhibieron una caída promedio de 5,8% i.a., las cantidades exportadas totales retomaron el crecimiento en el tercer trimestre del año, creciendo 11,2% i.a. en el bimestre julio-agosto, en línea con la normalización de la comercialización de productos agrícolas, que se refleja en los volúmenes embarcados de Productos primarios (PP) y Manufacturas de origen agropecuario (MOA).

A su vez, las exportaciones industriales continuaron liderando el incremento de los volúmenes despachados, acumulando en los primeros ocho meses del año un alza de cantidades de 20% i.a.. En este caso se destaca el impulso dado por los embarques de maquinaria y de automotores y autopartes, entre otros. En el caso de las exportaciones automotrices, el alza responde exclusivamente a las mayores ventas a Brasil, principal destino de los vehículos nacionales.

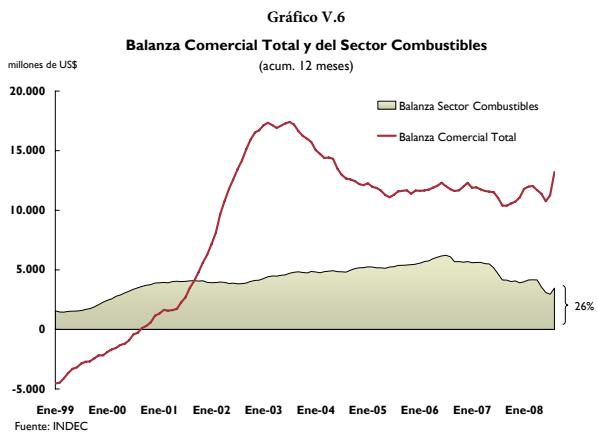
Otro rubro con una evolución favorable es el de productos químicos, donde sobresalen los envíos de biodiesel, que comenzaron a realizarse a gran escala a partir del tercer trimestre de 2007, por lo que en el acumulado de los primeros 8 meses del año muestran un fuerte crecimiento interanual. Las ventas de este producto finalizarían el año en torno a US\$850 millones, superando, por ejemplo, las exportaciones totales de la industria láctea.

Rubro	Primeros 8 meses					
	millones de US\$		Variación % i.a.		Contribución % a la var. i.a.	
	2007	2008	Total	Precios	Cantidades	
Productos primarios	7.967	12.376	55,3	49	4	33,0
MOA	11.398	15.999	40,4	49	-6	34,5
MOI	10.591	13.880	31,1	9	20	24,6
MOI sin Material de transporte	7.424	9.785	31,8			17,7
Material de transporte	3.167	4.095	29,3			6,9
Combustibles y energía	4.385	5.438	24,0	61	-23	7,9
TOTAL	34.340	47.693	38,9	34	4	100,0

Fuente: INDEC



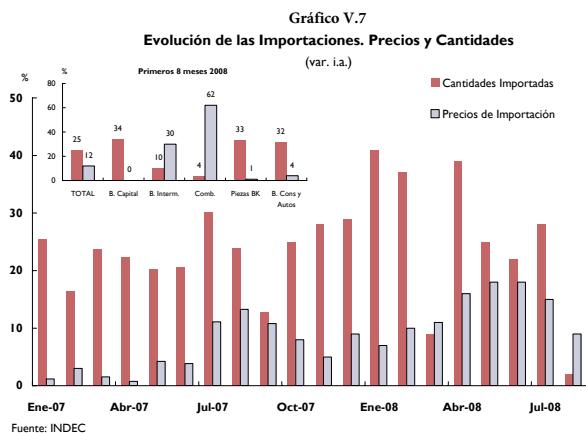
¹¹ En esta sección de Balanza Comercial se consideran las importaciones *Cost of Insurance and Freight* (CIF; incluyendo el costo del seguro y fletes) mientras que en el Balance de Pagos son contabilizadas en términos *Free on Board* (FOB; puesto a bordo), ya que los gastos de transporte se registran en la balanza de servicios.



Cuadro V.3
Importaciones por Uso Económico

Uso Económico	Primeros 8 meses					
	millones de US\$		Variación % i.a.		Contribución % a la var. i.a.	
	2007	2008	Total	Precio		
Bienes de capital	6.418	8.598	34,0	-	34	19,4
Equipo de transporte industrial	1.258	1.841	46,3			5,2
Otros bienes de capital	5.160	6.757	30,9			14,2
Bienes intermedios	9.670	13.819	42,9	30	10	37,0
Combustibles y lubricantes	1.981	3.337	68,5	62	4	12,1
Piezas y acc. para bienes de capital	5.067	6.769	33,6	1	33	15,2
Bienes de consumo	3.119	4.054	30,0			8,3
Vehículos automotores de pasajeros	1.746	2.659	52,3	4	32	8,1
Resto	77	67	-13,0			-0,1
TOTAL	28.078	39.303	40,0	12	25	100,0

Fuente: INDEC



Por otra parte, entre los metales y sus manufacturas, el importante aumento de los volúmenes de aluminio exportados, resultado de la expansión de la capacidad instalada de la industria, compensa los menores despachos de acero al exterior.

Las ventas de Combustibles y energía continúan observando una marcada caída de los volúmenes exportados, profundizando la tendencia de los últimos años. La disminución de las cantidades llega a 23% i.a. en el acumulado de los primeros ocho meses del año, aunque es compensada por el fuerte incremento interanual de los precios de exportación (61% i.a.). No obstante, el saldo comercial de Combustibles continúa perdiendo relevancia relativa, y representa actualmente un cuarto del superávit total de mercancías, cuando dos años atrás llegó a explicar la mitad (ver Gráfico V.6).

Las importaciones, en tanto, muestran una moderada desaceleración sobre el final del corriente año. Aunque en todos los rubros se aprecia un aumento menos pronunciado, se destaca el menor incremento de las compras de Combustibles, en parte debido a factores climáticos que generaron mayores necesidades durante el invierno de 2007. De todas formas, en los primeros ocho meses del año acumulan un crecimiento de 40% i.a., explicado por una suba conjunta de cantidades (25% i.a.) y precios de importación (12% i.a.; ver Cuadro V.3).

La disminución del ritmo de expansión de las compras externas en el tercer trimestre se debe principalmente a la desaceleración de las cantidades, que pasaron de crecer 29% i.a. en el primer semestre del año a aumentar 14,4% i.a. en el período julio-agosto (ver Gráfico V.7). Si bien todos los usos de importación reflejaron este menor crecimiento de los volúmenes, el cambio más significativo se produjo en el caso de los Combustibles, que en el bimestre julio-agosto mostraron una caída de 20% i.a., y en Bienes intermedios, en su mayoría insumos para la industria, que en dicho período tuvieron un alza de cantidades de sólo 0,5% i.a.. Estos dos rubros son los que muestran las mayores subas de precios en lo que va del año, fenómeno asociado a la trayectoria alcista que mostraron las cotizaciones de las materias primas en el primer semestre.

Con respecto a los Bienes de capital, el menor aumento de las cantidades (pasaron de crecer casi 40% i.a. en el primer semestre a 19,6% i.a. en julio-agosto) refleja la desaceleración que se observa en la inversión en maquinaria y equipo, en un contexto de inestabilidad financiera internacional y menores expectativas de crecimiento económico.

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

	II-07	III-07	IV-07	2007	I-08	II-08	Var. 6m 08 / 6m 07
Cuenta capital y financiera	5.260	-1.652	-553	5.713	1.455	-3.548	-10.011
Cta. capital y fin. (c/errores y omisiones)*	3.946	-1.565	-73	5.986	2.136	-3.515	-9.003
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	9.0	-2.7	-0.8	2.2	2.1	-4.8	-8.2
Cuenta capital	2	97	1	112	17	5	8
Cuenta financiera	5.257	-1.749	-554	5.601	1.438	-3.553	-10.019
Sector Bancario	-150	1.021	346	1.567	249	525	574
BCRA	-214	860	642	1.493	-146	226	88
Otras entidades financieras	63	161	-295	74	395	299	486
Sector Público no Financiero	985	-120	768	2.432	-484	933	-1.335
Sector Privado No Financiero	4.423	-2.651	-1.669	1.601	1.674	-5.011	-9.258
Errores y Omisiones Netos	-1.314	87	480	273	681	33	1.008
Variación de Reservas Internacionales	6.340	-842	2.941	13.098	3.526	-2.621	-10.095

(*) Descontada la cancelación total de la deuda con el FMI por US\$9.530 millones efectuada el primer trimestre de 2006.

Fuente: INDEC

En 2009 las exportaciones podrían presentar una caída, en función de la evolución reciente de los precios de los principales productos de exportación en los mercados internacionales. Asimismo, las proyecciones agrícolas sugieren que la producción de granos sufriría una retracción en la campaña 2008/09 (principalmente en trigo, pero también en maíz), asociada a la sequía que afectó nuestro país. Este fenómeno, sumado a la ausencia del impulso de los precios de exportación verificado en los últimos años, restaría dinamismo a las exportaciones agrícolas y de sus subproductos, en tanto que las cantidades de combustibles continuarían en baja. Por el lado de las exportaciones industriales, el menor crecimiento esperado en los principales socios comerciales repercutiría en las ventas, aunque seguirían constituyendo el principal soporte al crecimiento de las cantidades exportadas.

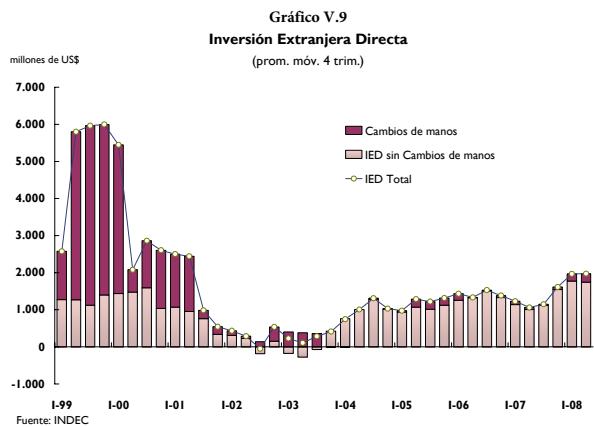
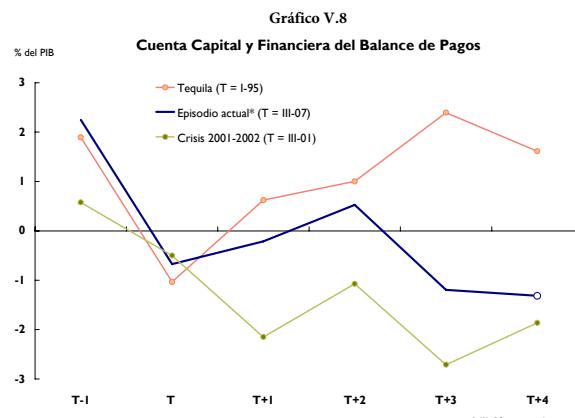
Paralelamente, se espera que en 2009 la elasticidad Importaciones-Producto se sitúe en un valor que resultaría inferior al observado en 2008, y se ubicaría más en línea con el promedio de 2005-2007 (2,3). Así, dada la evolución esperada de las ventas y las compras externas, se prevé una contracción del superávit comercial y del saldo de Cuenta Corriente. De todos modos, este escenario presenta una elevada sensibilidad a la evolución de los Términos del Intercambio (TI), en un contexto en el que los precios de los principales productos de exportación muestran una elevada volatilidad en el margen.

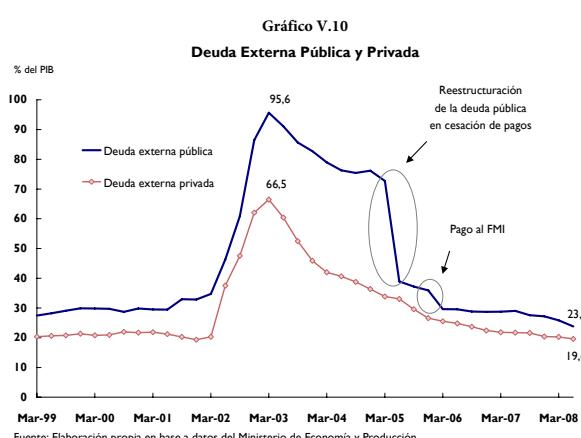
V.3 Cuenta Capital y Financiera

El agravamiento de la crisis financiera internacional en los últimos meses estuvo acompañado por una acumulación de activos externos, asociado a un cambio de cartera. A modo de comparación, en nuestro país el egreso neto de fondos resulta superior al registrado durante el Efecto Tequila, aunque sin llegar a igualar la salida de capitales ocurrida durante la crisis de 2001-2002 (ver Cuadro V.4 y Gráfico V.8).

En este contexto de restricción generalizada de los flujos de capitales, fenómeno extensivo a todos los mercados emergentes, resulta positiva la evolución que vienen exhibiendo los ingresos en concepto de Inversión Extranjera Directa (IED), que, excluyendo los cambios de manos de empresas, se encuentran en niveles superiores a los de finales de la década pasada (ver Gráfico V.9).

Por otra parte, luego de la suscripción de bonos por US\$1.000 millones al gobierno de Venezuela realizada en julio, no se esperan nuevas colocaciones de títulos públicos a no residentes para lo que queda de 2008. De este modo, teniendo en cuenta las amortizaciones pre-

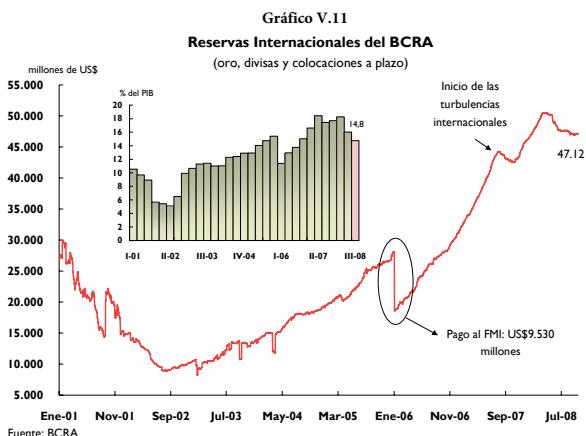




vistas, la cuenta financiera del Sector Público no Financiero registraría un egreso neto en 2008 por primera vez desde 2001.

A pesar de la evolución favorable de los ingresos de IED, el incremento de la formación neta de activos externos del sector privado, junto con el saldo negativo de la cuenta financiera del sector público, determinarían que la Cuenta Capital y Financiera muestre un déficit en el acumulado de 2008, que sin considerar el pago al Fondo Monetario Internacional (FMI) efectuado en 2006 es el primero desde 2003.

La deuda externa alcanzó a fin de junio un nivel de US\$128.685 millones, con un alza interanual de cerca de US\$10.000 millones, que responde principalmente al incremento del financiamiento comercial. De todas formas, el ratio de deuda externa/Producto continúa en disminución, llegando a 43,4% del PIB, nivel que no se observaba desde fines de 1997 (ver Gráfico V.10).



V.4 Reservas Internacionales

En el tercer trimestre de 2008 el stock de Reservas Internacionales se mantuvo prácticamente estable, ubicándose en US\$47.121 millones a fin de septiembre, con una leve baja trimestral de US\$395 millones. En un contexto de fuerte inestabilidad en los mercados financieros internacionales, la ligera disminución de las Reservas se enmarca en la política anticíclica que viene llevando a cabo el BCRA y que tiene como objetivo suavizar los efectos de los shocks externos sobre el mercado cambiario doméstico y consecuentemente sobre las principales variables macroeconómicas.

De todas formas, las Reservas representan actualmente 14,8% del PIB, nivel elevado en términos históricos (ver Gráfico V.11). Asimismo, otros indicadores de sustentabilidad externa, como la relación Deuda externa/Reservas, también muestran una situación favorable.

VI. Finanzas Públicas

VI.1 Síntesis

Las finanzas públicas nacionales continuaron exhibiendo resultados primarios superavitarios sostenidos fundamentalmente por la suba de los ingresos. En el tercer trimestre del año, los recursos continuaron creciendo nominalmente a tasas elevadas, al tiempo que el gasto primario mostraría cierta desaceleración. Así, entre enero y agosto, el Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) registró un superávit primario de \$28.035 millones (cerca de 4% del PIB en términos anualizados; 43% nominal interanual -i.a.-). Descontando los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional 2007 y las Transferencias de Utilidades del BCRA al Tesoro Nacional (TN), el resultado primario de los primeros ocho meses del año evidenció una mejora incluso mayor, al sumar \$22.739 millones (68% nominal i.a.). En tanto, el resultado financiero ascendió a \$19.255 millones (en torno a 2,7% del PIB en términos anualizados; 88% nominal i.a.).

La Recaudación Tributaria Nacional creció a tasas similares a las que venía mostrando en los primeros seis meses del año, elevándose en el tercer trimestre del año 40% i.a. en términos nominales, impulsada por los Derechos de Exportación y los impuestos tradicionales (Impuesto al Valor Agregado –IVA–, recursos de la Seguridad Social e Impuesto a las Ganancias), que en conjunto aportaron el 90% del incremento de la recaudación total. El gasto primario crecería, entre julio y septiembre, en torno a 30% i.a., influido por el gasto previsional, las Transferencias al Sector Privado y las Remuneraciones a los empleados públicos.

En lo que resta del año, el desempeño de los Derechos de Exportación, el IVA y los recursos de la Seguridad Social permitiría mantener la tendencia creciente de los ingresos tributarios. La Recaudación Tributaria Nacional se ubicaría en torno a 26,5% del PIB, casi 2 puntos porcentuales (p.p.) del Producto por encima del nivel observado en 2007, y registraría un nuevo récord histórico. Así, en 2008 el SPNF superaría las pautas de superávit primario de 3,15% del Producto (\$31.479 millones), incluidas en el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2009 (PPN-09).

A comienzos del tercer trimestre del año se evidenció un encarecimiento del financiamiento, agravado posteriormente por el fuerte rebrote de las turbulencias internacionales. De todas formas, dadas las proyecciones de las cuentas fiscales y las disponibilidades existentes, para lo que resta del año las necesidades de financiamiento remantes se cubrirían a través de fondos intra-Sector Público.

Finalmente, el PPN-09 contempla que en 2009 el superávit primario del SPNF aumente 0,1 p.p. del Producto hasta 3,27% del PIB (\$36.428 millones), dado que el incremento de los recursos (0,8 p.p. del PIB) sería mayor al del gasto primario (0,6 p.p. del Producto). Si bien se proyectan mayores necesidades financieras para el año próximo, existen suficientes fuentes de financiamiento alternativas y diversas estrategias de manejo de pasivos que permitirían su cobertura, aún en un escenario internacional donde podría continuar la restricción al acceso al financiamiento externo.

Gráfico VI.1

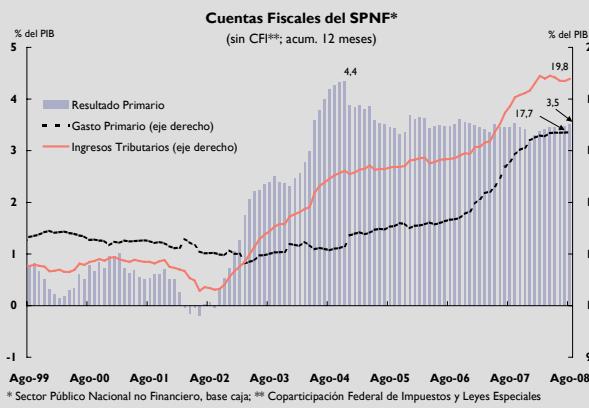
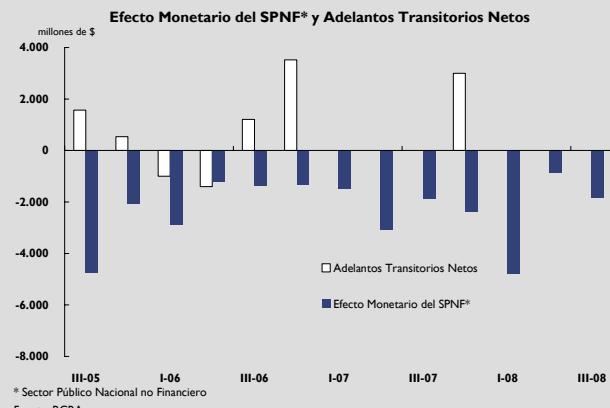


Gráfico VI.2



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

Impuesto	Acum. a Septiembre		Diferencia		Contrib. Acum. %
	2007 (A)	2008 (B)	Absoluta (B)-(A)	% (B)/(A)-I	
Ganancias	31.894	39.963	8.069	25,3	14,5
IVA Total (1)+(2)+(3)	47.498	63.994	16.496	34,7	
IVA DGI (2)	28.231	36.822	8.591	30,4	
IVA DGA (3)	19.266	27.171	7.905	41,0	
Devoluciones de IVA (4)	2.890	4.501	1.611	55,8	
IVA (5)-(1)-(4)	44.608	59.493	14.885	33,4	26,7
Ganancia Mínima Presunta	946	813	-133	-14,0	-0,2
Bienes Personales	2.063	2.732	669	32,4	1,2
Derechos de Importación	4.787	6.528	1.741	36,4	3,1
Derechos de Exportación	13.505	27.861	14.356	106,3	25,8
Combustibles	5.276	6.947	1.670	31,7	3,0
Internos	3.396	4.082	687	20,2	1,2
Seguridad Social	26.143	36.735	10.592	40,5	19,0
Créditos y Débitos en Ctas. Bancarias	10.835	14.340	3.505	32,3	6,3
Otros	651	313	-338	-51,9	-0,6
TOTAL (sin capitalización)	144.105	199.807	55.703	38,7	

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda

VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

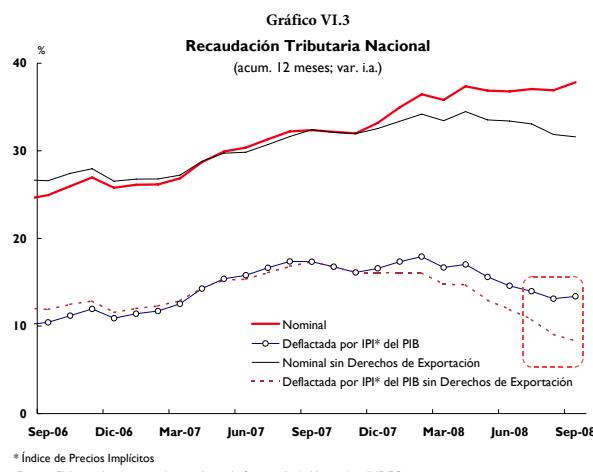
Ingresos

La Recaudación Tributaria Nacional continuó creciendo nominalmente, impulsada por los Derechos de Exportación, seguidos del Impuesto al Valor Agregado (IVA) y de los recursos de la Seguridad Social. En el tercer trimestre del año, se evidenció un fuerte dinamismo de los Derechos de Exportación, que llevó a que este rubro se convirtiera en el principal impulsor de la suba de los ingresos tributarios, a diferencia de lo evidenciado durante 2007, año en el cual resultaron el cuarto tributo que más aportó al crecimiento nominal de la recaudación (ver Cuadro VI.1 y Gráfico VI.3).

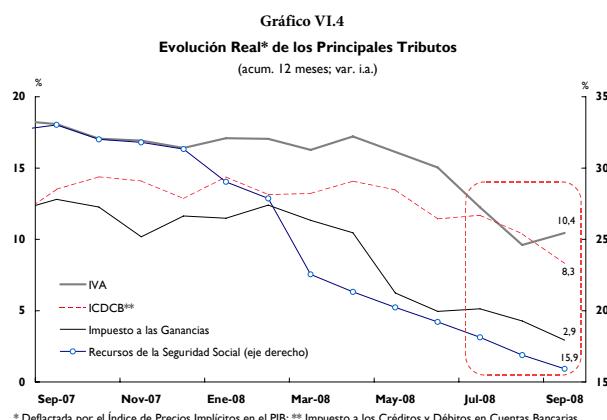
En los primeros nueve meses del año la recaudación subió 39% interanual (i.a.) al tiempo que los recursos acumulados en los últimos 12 meses representaron aproximadamente 25,8% del PIB, alcanzando un nuevo récord histórico. Los ingresos tributarios deflactados por el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, continuaron evidenciando mermas en sus tasas de crecimiento, aunque permanecen en niveles elevados, al expandirse alrededor de 13% i.a. durante los primeros tres trimestres de 2008 (ver Gráfico VI.4).

Los Derechos de Exportación exhibieron un elevado ritmo de crecimiento al mostrar un alza de 130% i.a. en el trimestre. De este modo, representaron en los últimos doce meses alrededor de 3,5% del PIB (+1,2 puntos porcentuales -p.p.- interanuales). La suba continuó reflejando el alza de los precios y de las alícuotas sobre los cuales tributan los principales productos de exportación luego de la normalización de los despachos. Para lo que resta del año, estos ingresos continuarán ganando participación sobre la recaudación total hasta alcanzar aproximadamente 4% del PIB. En tanto, durante el tercer trimestre los Derechos de Importación subieron 26% i.a. en términos nominales, impulsados por las mayores compras externas en un contexto de expansión de la economía y suba de precios de importaciones, desacelerándose respecto de lo ocurrido en los primeros seis meses del año (ver Sección V y Gráfico VI.5).

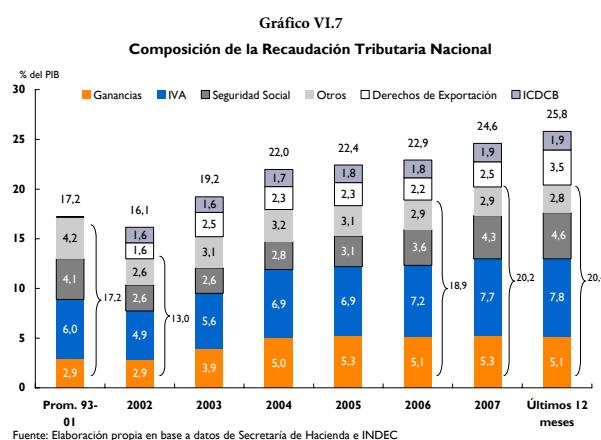
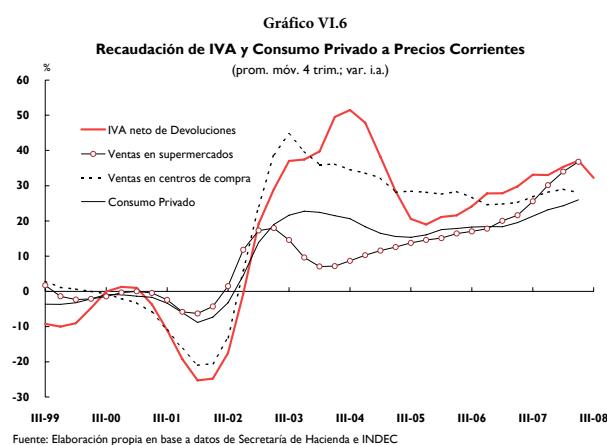
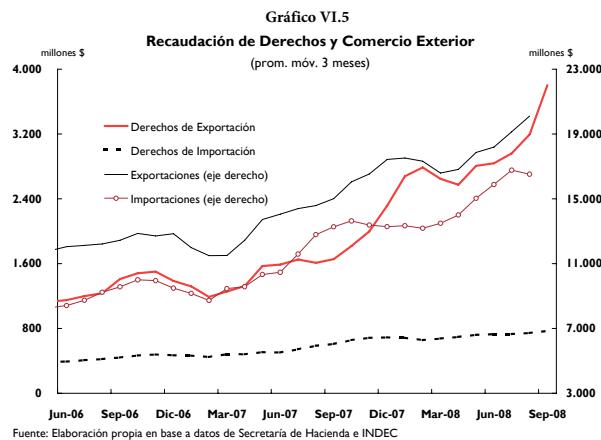
Los ingresos del IVA continuaron creciendo en el tercer trimestre (27% i.a.), aunque por debajo del comportamiento exhibido entre enero y junio (ver Gráfico VI.6). De esta forma, la recaudación del IVA representó en los últimos doce meses aproximadamente 7,8% del PIB (+0,2 p.p. interanuales) y se ubicaría cerca de 8% del Producto hacia fines de 2008 de acuerdo con las proyec-



* Índice de Precios Implícitos
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC



* Deflactado por el Índice de Precios Implícitos en el PIB; ** Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC



ciones para la evolución del crecimiento y los precios (ver Secciones III y VIII).

Los ingresos de la Seguridad Social tuvieron un destacado comportamiento al crecer 43% i.a. y contribuir con casi un quinto del crecimiento de la recaudación total, influenciados principalmente por el traspaso de afiliados desde el Sistema de Capitalización al de Reparto en el marco de la Reforma Previsional 2007¹², y por las subas de la remuneración imponible y del empleo registrado. De este modo, el tributo representaría alrededor de 4,7% del PIB en 2008, 0,1 p.p. por encima de la participación de los últimos 12 meses (ver Gráfico VI.7).

Luego de registrarse cierta desaceleración en el segundo trimestre del año, entre julio y septiembre los recursos del Impuesto a las Ganancias crecieron 32% i.a. y contribuyeron con 17% del aumento de la recaudación total. Así, en los últimos doce meses habría alcanzado 5,1% del PIB (-0,2 p.p. interanuales) y se mantendría en ese nivel hasta fines de año. Tal como ocurriría en igual período de 2007, el Gobierno Nacional impulsó la modificación del Impuesto a las Ganancias para personas físicas y sucesiones indivisas¹³. La medida elevó los montos de las deducciones anuales en concepto de ganancia no imponible, cargas de familia y deducción especial beneficiando a aproximadamente 842.000 contribuyentes. No obstante, a diferencia del año anterior, no se modificó la escala para la disminución creciente de las deducciones computables para la determinación del impuesto (ver Cuadro VI.2).

El mayor volumen de transacciones bancarias gravadas determinó que los ingresos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) crecieran 30% i.a. entre julio y septiembre (6% i.a. deflactados por el IPI del PIB), en línea con la suba exhibida en el primer semestre del año. Así, la recaudación diaria promedio del tributo alcanzó \$73 millones en lo que va del año, mostrando una suba interanual de \$18 millones.

Entre otros recursos tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), en los primeros ocho meses del año se verificó el ingreso extraordinario de \$896 millones asociados a la Reforma Previsional 2007, monto significativamente inferior al exhibido en igual período de 2007 (\$4.942 millones). Asimismo, entre los recursos no tributarios se consideran los ingresos del Tesoro Nacional (TN) asociados a transferencias de utilidades del BCRA por \$1.000 millones en el trimestre, mientras que no se habían verificado transferencias por este concepto en igual período de 2007.

¹² Artículo 14º, Ley N° 26.222.

¹³ Decreto N° 1.426/2008

Cuadro VI.2

Deducciones del Impuesto a las Ganancias
(en \$; valores anuales)

	Esquema anterior		Esquema actual		Diferencia %	
	Relación de dependencia	Autónomo	Relación de dependencia	Autónomo	Relación de dependencia	Autónomo
Ganancia no imponible (I)	7.500	7.500	9.000	9.000	20,0	20,0
Deducción especial (II)	36.000	7.500	43.200	9.000	20,0	20,0
Cargas de familia						
cónyuge (III)	8.000	8.000	10.000	10.000	25,0	25,0
hijos (IV)	4.000	4.000	5.000	5.000	25,0	25,0
otras cargas (V)	3.000	3.000	3.750	3.750	25,0	25,0
Servicio doméstico	7.500		9.000		20,0	0,0
Mínimo no imponible mensual¹	3.346	1.154	4.015	1.385	20,0	20,0
solteros (VI=I+II+III)	4.577	2.385	5.554	2.923	21,3	22,6
casados ² (VII=I+II+III+IV*2)/13						

¹ Ganancia neta mensual, considerando aguinaldo.² Con una familia tipo de cónyuge y dos hijos.

Fuente: Elaboración propia en base a Decretos N° 298/2007 y N° 1.426/2008

Gasto y Resultado

A diferencia de lo observado en 2007, entre enero y agosto de este año el gasto primario creció en línea con los ingresos (35% i.a. vs. 36% i.a.), impulsado básicamente por las Transferencias Corrientes al Sector Privado y las Prestaciones Previsionales, que en conjunto explicaron 69% del crecimiento nominal (ver Gráfico VI.8). Las erogaciones primarias exhibieron una moderación en el ritmo de crecimiento al pasar de un alza de 46% en todo 2007 a una suba de 29% i.a. entre julio y agosto. El gasto primario acumulado en los últimos 12 meses representó 24% del PIB, alcanzando un nuevo máximo.

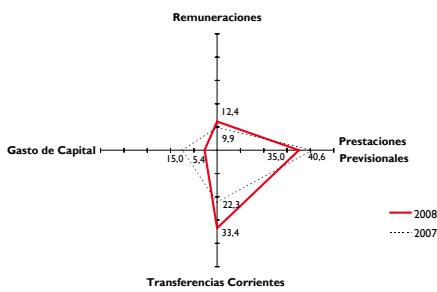
La desaceleración de las Transferencias Corrientes al Sector Privado obedeció a la merma en el crecimiento de los subsidios que se destinan principalmente al sector energético, de transporte público de pasajeros y al consumo interno de agroalimentos. Así, los giros corrientes al sector privado habrían representado 3,9% del PIB en los últimos 12 meses. En efecto, entre julio y agosto subieron 35% i.a., en tanto que crecieron 61% i.a. durante 2007. Para lo que resta del año, estos subsidios seguirían aumentando en promedio a tasas similares a las registradas en los últimos dos meses. Asimismo, el Gobierno Nacional anunció subas en las Asignaciones Familiares a partir de septiembre. La medida dispuso un aumento de 35% a 50% de las asignaciones, y elevó principalmente los valores de las escalas de los beneficios por hijo y prenatal. El cambio benefició a más de 4 millones de hijos con un costo fiscal total, estimado por el Gobierno, de \$340 millones para lo que resta del corriente año (ver Cuadro VI.3).

El gasto en Prestaciones Previsionales se elevó 32% i.a. en el bimestre julio-agosto, impulsado principalmente por la suba de los haberes otorgados en septiembre de 2007 y en marzo y julio de 2008¹⁴. Asimismo, de acuerdo con lo previsto en el anterior **Informe de Inflación** se moderó la suba de las Prestaciones de la Seguridad Social en relación con lo registrado en 2007, cuando habían crecido 57% i.a. impulsadas por efecto del Plan de Inclusión Previsional. De acuerdo con las medidas adoptadas hasta el presente, la evolución de las pasividades se desaceleraría en el último trimestre del año, aunque no se descarta que se otorguen recomposiciones adicionales en los montos de los haberes¹⁵.

Gráfico VI.8

Contribución al Crecimiento del Gasto Primario del SPNF*

(contrib. acum. a agosto)



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

Cuadro VI.3

Principales Modificaciones a la Ley N° 24.714 de Asignaciones Familiares
(en pesos)

Escala de Remuneraciones (1)	Asginaciones Ordinarias (valores mensuales)				Asginaciones Extraordinarias		
	Prenatal e Hijo	Hijo Discapacitado (3)	Asginación por Cónyuge		Matrimonio	Nacimiento	Adopción
			Beneficiarios SIIyP	Residentes Zonas Desfavorables (2)			
De septiembre de 2007 a agosto de 2008	100 - 2.000 2.000,01 - 3.000 3.000,01 - 4.000	100 75 50	400 300 200	30 60	600	400	2.400
Desde septiembre de 2008	100 - 2.400 (5) 2.400,01 - 3.600 3.600,01 - 4.800	135 102 68	540 405 270	41 82	900	600	3.600

(1) Estarán sujetos a:

(2) Comprende a aquellos trabajadores que residan en zonas australes o en ciertas regiones desfavorables de Catamarca, Jujuy, Mendoza, Salta y Formosa (Beneficiarios de provincias localizadas a que se refiere el artículo 3º de la Ley N°24.714).

(3) No tiene límite de salario bruto.

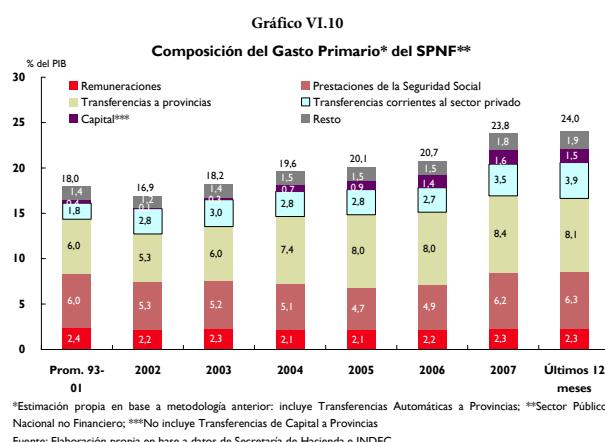
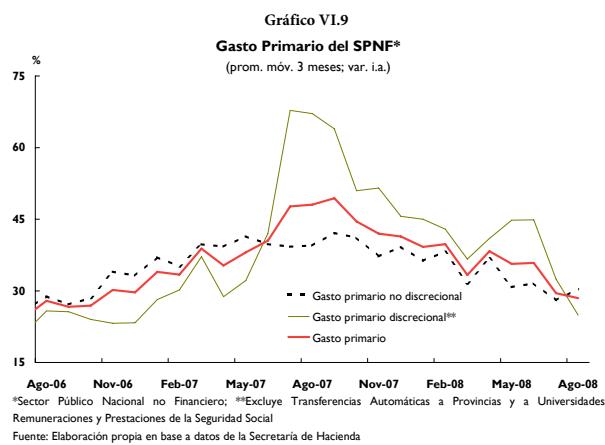
(4) Beneficiarios del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIIyP).

(5) Para los Beneficiarios residentes en las Provincias de Chubut, Neuquén, Río Negro, Santa Cruz, Tierra del Fuego, Antártida e Islas del Atlántico Sur, La Pampa y el Partido de Carmen de Patagones de la Provincia de Buenos Aires el límite de salario bruto es de \$4.800 para la asignación por Hijo, mientras que no tiene límite salarial la asignación por Hijo Discapacitado.

Fuente: Elaboración propia en base a Decretos N° 1.346/2007 y N° 1.591/2008

¹⁴ 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).

¹⁵ En el fallo de la Corte Suprema de Justicia de la Nación de agosto de 2006 sobre el caso "Badaro, Adolfo Valentín c/ ANSeS s/ reajustes varios", se exhortó al Congreso de la Nación a que dicte una ley que establezca pautas de aplicación permanentes que aseguren el objetivo constitucional de garantizar la movilidad de los haberes jubilatorios. En noviembre de 2007, la Corte ordenó que el beneficio jubilatorio del demandante se ajustara, entre el 1º de enero de 2002 y el 31 de diciembre de 2006, según las variaciones anuales del nivel general del índice de salarios del INDEC.



Las remuneraciones del sector público subieron 36% i.a. entre julio y agosto impulsadas básicamente por los aumentos salariales a los empleados públicos de agosto de 2007 (6,5%) y de junio y agosto de 2008 (10% y 9,5%, respectivamente). Además, incidió el alza del empleo público¹⁶ que se registró durante el período. Así, las remuneraciones crecieron por encima de lo verificado en todo 2007 (30% i.a.).

Dentro del resto de los gastos primarios se observó un importante alza interanual del déficit operativo de las empresas públicas (\$915 millones), totalizando \$1.098 millones en lo que va del año. Si bien la base de comparación constituyó un valor absoluto muy bajo, la tendencia ascendente de los déficits se sostuvo a lo largo de todo este año. También se señala la incidencia de los pagos por importaciones de gas que realiza Energía Argentina S.A. (ENARSA), que crecieron en forma significativa (aproximadamente \$880 millones).

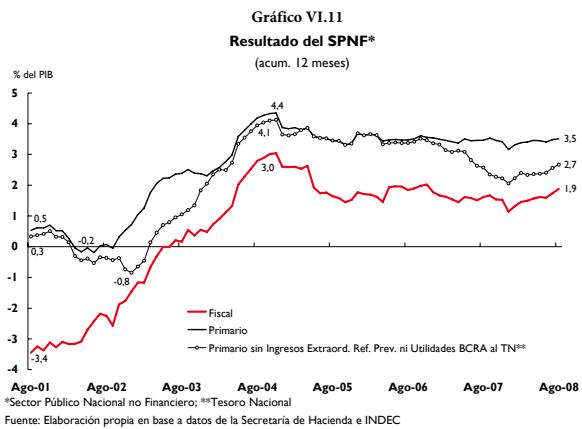
El gasto discrecional¹⁷ aumentó 26% i.a. entre julio y agosto, por debajo de lo registrado en todo 2007 (48% i.a.). Esta desaceleración se explicó básicamente por la evolución mencionada de las Transferencias Corrientes al Sector Privado (ver Gráficos VI.9 y VI.10). Asimismo, los giros no automáticos a provincias también mostraron una fuerte reducción en el ritmo de aumento respecto de 2007. En efecto, las transferencias de capital a los gobiernos subnacionales crecieron sólo 6% i.a. entre enero y agosto, al tiempo que las corrientes exhibieron una caída de igual magnitud en términos nominales, mientras que en todo 2007 habían aumentado 22% i.a. y 33% i.a., respectivamente.

Así, entre julio y agosto, el resultado primario del SPNF sumó \$7.725 millones y se incrementó \$2.431 millones (46% i.a.) respecto de igual período del año anterior, en tanto que en los primeros ocho meses del año totalizó \$28.035 millones (3,9% del PIB en términos anualizados), aumentando 43% i.a. (\$8.416 millones). Descontando los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional 2007 y las Transferencias de Utilidades del BCRA al Tesoro Nacional (TN), el resultado primario entre enero y agosto exhibió una mejora incluso mayor, al sumar \$22.739 millones, con una suba de \$9.212

Durante junio de 2008, un juez federal de la Seguridad Social hizo lugar al reclamo de acción colectiva del Defensor del Pueblo de la Nación, ordenando la extensión del ajuste de haberes reconocido por la Corte Suprema en el caso Badaro a los beneficiarios que acreden en sede administrativa el perjuicio ocasionado por la omisión en la aplicación de un mecanismo de movilidad a su haber previsional. El Estado Nacional recurrió la sentencia, razón por la cual sus efectos se encuentran suspendidos hasta que la resolución quede firme. Mediante la Ley N° 26.417/2008 de movilidad de las Prestaciones del Régimen Previsional Público se establecen dos aumentos por año a partir de 2009 (en marzo y septiembre) en función del promedio simple entre el alza salarial semestral de los trabajadores registrados en actividad (utilizando la variación que resulte mayor entre el índice general de salarios, publicado por el INDEC y el índice de Remuneraciones Imponibles Promedio de los Trabajadores Estables, publicado por la Secretaría de Seguridad Social) y la evolución interanual de los recursos tributarios por beneficio de la ANSeS.

¹⁶ Según el INDEC el empleo del Sector Público Nacional creció 6% i.a. en el segundo trimestre de 2008.

¹⁷ Excluye Transferencias Automáticas a Provincias, Prestaciones Previsionales, Transferencias Corrientes a Universidades y Remuneraciones.



Cuadro VI.4
Emissions de Bonos 2007 / 2008

Bono	Fecha de Licitación o Colocación	Monto de Emisión ¹	Precio de Corte ²	Rendimiento ²	Spread sobre Bono del Tesoro de EE.UU. ³
2007					
En dólares					
BONAR VII	25-Ene-07	500	99,0	7,7	287
BODEN 2015*	13-Feb-07	779	96,3	8,0	320
BONAR VII	15-Feb-07	500	99,5	7,7	303
BONAR X	12-Abr-07	750	90,3	8,5	372
BONAR X	10-May-07	750	90,9	8,4	378
BODEN 2015*	06-Ago-07	605	82,7	10,7	608
BODEN 2015*	13-Nov-07	604	82,8	10,4	637
BONAR X	14-Nov-07	574	80,0	10,5	627
DESCUENTO**	19-Nov-07	542	111,9	8,9	460
BODEN 2015**	31-Dic-07	503	82,4	10,7	690
Total en dólares 2007		6.106			
En Pesos					
BONAR ARG \$ V	07-Jun-07	1.500	95,6	11,7	-
Total en pesos 2007		1.500			
2008					
En dólares					
BODEN 2015*	19-May-08	1.363	73,4	12,9	942
BODEN 2015*	29-Jul-08	1.462	68,8	14,8	1.111
Total en dólares 2008		2.825			
En Pesos					
BONAR \$ 2013	03-Apr-08	867	95,5	13,3	-
Total en pesos 2008		867			

(1) Valor nominal en millones, en moneda de origen; (2) En %; (3) En puntos básicos

(*) Colocaciones directas a la República Bolivariana de Venezuela; (**) Colocaciones directas a la Administración Nacional de la Seguridad Social -ANSES-

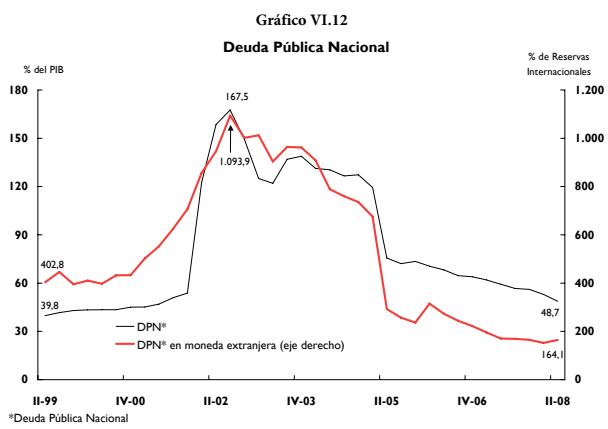
Fuente: Secretaría de Finanzas

millones (68% i.a.). A esta suba del Resultado Primario se le sumó la reducción de los pagos de intereses asociada principalmente a la caída de las tasas internacionales¹⁸, para explicar conjuntamente el incremento en \$9.029 millones del resultado financiero (88% nominal i.a.), hasta \$19.255 millones (en torno a 2,7% del PIB en términos anualizados; ver Gráfico VI.11).

Con todo, dada la evolución de los ingresos y gastos verificada hasta el presente, se prevé que el resultado primario del SPNF supere este año la pauta del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2009 (PPN-09) para 2008 (\$31.479 millones; 3,15% del PIB). Adicionalmente, teniendo en cuenta el pago de intereses, el resultado financiero del SPNF superaría este año 1,5% del PIB. A nivel Consolidado (Nación y Provincias), dado el resultado prácticamente neutro que mostrarían las provincias, el superávit primario superaría el 3% del PIB, en tanto que el saldo financiero excedería el 1% del Producto.

Ante el marcado deterioro del escenario financiero internacional, durante el tercer trimestre del año se evidenció un encarecimiento del financiamiento externo que se reflejó en la realización de una colocación directa de BODEN 2015 a la República Bolivariana de Venezuela por un valor efectivo de US\$1.000 millones, con un rendimiento semianual asociado de 14,8%, 4,1 p.p. superior al rendimiento promedio de las colocaciones de ese instrumento efectuadas durante 2007 (ver Cuadro VI.4). En el marco de la estrategia de financiamiento, y con las disponibilidades existentes, el Gobierno Nacional emprendió un programa de recompra de deuda pública con vencimientos de corto y mediano plazo con el objetivo de demostrar la voluntad y capacidad de pago de sus obligaciones y reducir las necesidades de financiamiento para los próximos períodos. Esta medida involucró la aplicación de un monto cercano a US\$420 millones desde su implementación en el mes de agosto. En tanto, en el tercer trimestre el BCRA no otorgó financiamiento neto al TN en concepto de Adelantos Transitorios (AT). Por su parte, entre julio y septiembre el financiamiento intra-sector público aumentó \$1.730 millones. Así, dadas las previsiones de las cuentas fiscales y las disponibilidades, para lo que resta del año las necesidades de financiamiento remanentes se cubrirían con los excedentes del resto de las agencias del Sector Público.

La Deuda Pública Nacional (DPN) a junio de 2008 totalizó US\$149.847 millones, aumentando US\$5.119 millones (3,5%) en relación con el saldo a fin de 2007 (ver Gráfico VI.12). Así, junto a la expansión del Producto, la DPN representó 48,7% del PIB y exhibió una reducción



¹⁸ Esto obedece principalmente a la reducción de la tasa London InterBank Offered Rate (Libor) que impactó sobre la atención de intereses del BODEN 2012 a comienzos de agosto.

Cuadro VI.5
PPN-09: Supuestos Macroeconómicos

Concepto	Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2009			
	2008	2009	Expectativas del Mercado - REM ⁱ (2009)	Diferencia 2009 REM vs. PPN-09
Var. i.a. PIB real	6,6	4,0	5,0	-1,0
Var. i.a. de Precios Ímplicitos del PIB ^j ; en %	15,5	6,8	14,7	-7,9
Var. i.a. IPC GBA (prom); en %	8,8	8,0	9,8	-1,8
Tipo de Cambio Promedio anual \$/US\$ ^k	3,12	3,19	3,43	-0,24
Balanza Comercial; en mill. de US\$ ^l	12,226	11,977	5,711	6,266
Resultado Primario del SPNF ^m ; en mill. de \$ (% del PIB)	3,16	3,27	3,00	0,27

Relevamiento de Expectativas de Mercado. Resultados de septiembre de 2008.

^j Variable implícita en los resultados, no relevada directamente por el REM.

^k En el caso del REM, corresponde al promedio de diciembre 2009.

^l Cálculo realizado tomando en cuenta Exportaciones FOB e Importaciones CIF.

^m Sector Público Nacional no Financiero.

Fuente: Ley de Presupuesto Nacional 2008 y Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2009

de 7,4 p.p. respecto de fines de 2007. La suba nominal durante el primer semestre obedeció, principalmente al ajuste de valuación por las variaciones de tipos de cambio (US\$4.066 millones), el ajuste por el Coeficiente de Estabilización de Referencia –CER- (US\$2.804 millones) y la capitalización de intereses (fundamentalmente de los títulos emitidos en la reestructuración de 2005; US\$552 millones). En sentido opuesto, incidieron las amortizaciones netas (US\$2.300 millones).

VI.3 Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2009

De acuerdo a los supuestos macroeconómicos incluidos en el PPN-09, la economía crecería en 2009 4% i.a., en tanto que el PIB nominal exhibiría una suba de 11,2% i.a.. El saldo de la balanza comercial ascendería a US\$11.977 millones representando 3,4% del PIB (ver Cuadro VI.5).

La presión tributaria se elevaría desde 28,3% este año hasta 29,6% en 2009, principalmente por la suba esperada en los recursos de la Seguridad Social, el IVA y el Impuesto a las Ganancias (ver Cuadro VI.6). En tanto no se contemplan transferencias de utilidades del BCRA al TN para el año 2009.

El PPN-09 contempla que el gasto total del SPNF se desacelere el año próximo al pasar de un crecimiento estimado de 42% i.a. en 2008 a uno de 15% i.a., sumando \$253.484 millones. Esta previsión implica que los gastos se incrementen en 0,7 p.p. en términos del Producto hasta alcanzar 22,8%, impulsados principalmente por el efecto arrastre de las medidas implementadas durante 2008 y la movilidad de las Prestaciones Previsionales (ver Cuadro VI.7). En efecto, si bien el PPN-09 no considera nuevos incrementos en Remuneraciones, los aumentos otorgados en 2008 impactarán plenamente durante 2009, por lo que las erogaciones en salarios subirían al menos 14% i.a.. En tanto, el gasto destinado a la atención de jubilaciones y pensiones prevé el efecto de las subas otorgadas durante este año, así como el impacto de la movilidad previsional, de modo que las Prestaciones Previsionales aumentarían alrededor de 25% i.a.. Adicionalmente, se desaceleraría el crecimiento de los subsidios al sector privado, parcialmente compensado por una suba de 27% i.a. del gasto de capital.

El superávit primario del SPNF en 2009 proyectado en el PPN-09 aumentaría 0,1 p.p. del Producto hasta 3,27% del PIB (\$36.428 millones), con un incremento de los recursos de 0,8 p.p. del PIB, mayor al del gasto primario (0,6 p.p. del PIB). En tanto, el resultado financiero au-

Cuadro VI.6
PPN-09: Ingresos del Sector Público Nacional No Financiero

Concepto	2008	2009	Var. i.a. en %	2008	2009	Dif. en p.p.
	en millones de pesos	% del PIB		en millones de pesos	% del PIB	
Recaudación Impositiva	229.215	261.378	14,0	22,9	23,5	0,6
Ganancias	53.302	61.584	15,5	5,3	5,5	0,2
Bienes Personales	3.320	3.742	12,7	0,3	0,3	0,0
IVA Neto de Reembolsos	78.690	90.296	14,7	7,9	8,1	0,2
Impuestos Internos	5.667	6.319	11,5	0,6	0,6	0,0
Ganancia Mínima Presunta	1.199	1.443	20,4	0,1	0,1	0,0
Derechos de Importación	9.015	10.844	20,3	0,9	1,0	0,1
Derechos de Exportación	44.382	49.444	11,4	4,4	4,4	0,0
Tasa de Estadística	198	251	26,9	0,0	0,0	0,0
Créditos y Débitos Bancarios	19.705	22.340	13,4	2,0	2,0	0,0
Combustibles	8.976	10.102	12,5	0,9	0,9	0,0
Otros Impuestos (II)	4.762	5.013	5,3	0,5	0,5	0,0
Contribuciones a la Seguridad Social (III)	53.518	68.160	27,4	5,4	6,1	0,8
Ingresos Tributarios	282.733	329.537	16,6	28,3	29,6	1,4
Subtotal Ingresos Tributarios SPNF(IV)	213.715	251.069	17,5	21,4	22,6	1,2
CFI, Leyes Especiales y Otros (V)	69.018	78.468	13,7	6,9	7,1	0,2
Subtotal Ingresos No Tributarios	16.440	13.436	-18,3	1,6	1,2	-0,4
Transferencia Utilidades BCRA	4.400	0	-100,0	0,4	0,0	-0,4
TOTAL Ingresos SPNF (IV)	230.155	264.504	14,9	23,0	23,8	0,8

Fuente: Elaboración propia en base a Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2009

(I) Contribución al incremento de los Ingresos Tributarios

(II) Incluye Radiodifusión, Monotributo, Impuesto a la Energía Eléctrica, Adicional Cigarrillos y Resto de Impuestos.

(III) Contempla ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional.

(IV) Sector Público Nacional No Financiero

(V) Coparticipación Federal de Impuestos, Leyes Especiales y Otros Conceptos de Afectación Automática a Provincias.

Cuadro VI.7
PPN-09: Gastos del Sector Público Nacional no Financiero

CONCEPTO	Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2009					
	2008		2009		Var. i.a. en %	
	en millones de \$	% del PIB	en millones de \$	% del PIB		
Gastos Corrientes	192.931	19,3	218.393	19,6	25.462	13,2
Remuneraciones	25.672	2,6	29.271	2,6	3.599	14,0
Bienes y Servicios	9.908	1,0	12.603	1,1	2.695	27,2
Intereses	21.819	2,2	25.411	2,3	3.591	16,5
Prestaciones de la Seguridad Social	65.014	6,5	81.543	7,3	16.529	25,4
Transferencias	67.004	6,7	65.889	5,9	-1.116	-1,7
Otros Gastos Corrientes	3.514	0,4	3.677	0,3	163	4,6
Gastos de Capital	27.557	2,8	35.091	3,2	7.534	27,3
Gastos Primarios	198.676	19,9	228.076	20,5	29.400	14,8
TOTAL GASTOS	220.488	22,0	253.484	22,8	32.996	15,0

Fuente: Ley de Presupuesto Nacional 2008 y Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2009

mentaría aproximadamente \$1.353 millones, manteniéndose prácticamente en el mismo nivel respecto del Producto (1% del PIB) y sumaría \$11.021 millones.

Cuadro VI.8
PPN-09: Fuentes y Aplicaciones Financieras de la Administración Nacional
(en millones de pesos)

Concepto	2009
Total Financiamiento neto	45.589
Resultado Financiero	9.121
Fuentes Financieras netas	36.468
Endeudamiento Público e Incremento de Pasivos (en términos netos)	35.825
Colocación neta de Títulos Públicos	23.853
Desembolsos netos de Organismos Internacionales	3.909
Otros ¹	8.062
Disminución de la Inversión Financiera neta	643
Otras (neto de operaciones vinculadas al Fondo de Garantía Previsional)	643
Aplicaciones Financieras netas	45.589
Amortización neta de deudas	31.643
Préstamos Garantizados	12.183
Devolución neta de Anticipos BCRA	577
Recompras	6.764
Otras ¹	12.119
Inversión Financiera neta	13.947
Variación neta del Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Régimen Previsional Público de Reparto (Decreto N°897/07)	3.382
Asistencia financiera neta a Provincias	3.454
Otras asistencias financieras ²	2.186
Otros ³	4.925

1. Incluye Pagaré Ministerio del Interior.

2. Incluye préstamos para obras públicas en Provincias, Atucha II, Sector Primario y Ente Binacional Yacyretá.

3. Incluye adelantos a proveedores y contratistas e incremento de disponibilidades.

Fuente: Elaboración propia en base al Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2009

Según el PPN-09, y medido en términos del Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal, el superávit primario del Sector Público Provincial se mantendría en terreno positivo, en tanto que el resultado financiero se aproximaría al equilibrio.

Las previsiones de financiamiento del proyecto para el año que viene incluyen un aumento de la exposición a los Organismos Internacionales, ya que los desembolsos superarían en 73% el total de vencimientos de capital con los mismos, que sumarían aproximadamente US\$1.800 millones. Adicionalmente, según el PPN-09, el TN cancelaría en términos netos AT al BCRA por \$577 millones. En tanto, el Gobierno Nacional seguiría financiando en términos netos a las provincias (ver Cuadro VI.8).

Con todo, las necesidades de financiamiento remanentes, que ascenderían a US\$11.700 millones, podrían cubrirse con la emisión de títulos en moneda extranjera. Si bien se proyectan mayores necesidades financieras para el año próximo, existen suficientes fuentes de financiamiento alternativas y diversas estrategias de manejo de pasivos que permitirían su cobertura, incluso en un escenario internacional que podría restringir el acceso al financiamiento externo.

VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

VII.1 Síntesis

La política monetaria y financiera implementada en los últimos años y las medidas adoptadas para superar los dos anteriores episodios de estrés (el comienzo de la crisis subprime en julio-octubre de 2007 y el brusco desajuste en la demanda de dinero de abril-junio de 2008) permite que Argentina pueda hacer frente al fuerte deterioro del contexto internacional con una solidez casi sin precedentes.

En este sentido, en el tercer trimestre se consolidó la recuperación de las condiciones de normalidad en el mercado monetario local. Los depósitos privados mantuvieron una trayectoria creciente, en un contexto de sólidas condiciones de liquidez bancaria, con tasas de interés que se mantuvieron estables tras descender a partir de los máximos que alcanzaron en el transcurso del segundo trimestre. A su vez, se completó un nuevo trimestre de cumplimiento de las metas monetarias, con un saldo promedio del M2 Total muy cercano al punto medio del rango previsto en el Programa Monetario 2008 (PM 2008), y que continuó creciendo por debajo del Producto nominal.

El agregado en pesos más amplio, M3, registró un aumento trimestral de \$13.400 millones (5,2%), fundamentalmente debido al crecimiento de \$12.500 millones (6,6%) de los depósitos. La mayor parte del aumento de depósitos estuvo explicada por la suba de las colocaciones del sector privado que, a su vez, estuvo concentrada en el segmento de depósitos a plazo, que experimentaron un aumento de \$6.200 millones (10,3%).

En consistencia con la sólida situación de liquidez de los bancos y la recuperación de las colocaciones a plazo, las tasas de interés pasivas experimentaron una fuerte caída en julio, y se mantuvieron estables el resto del trimestre. El promedio de la BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate) de bancos privados se ubicó en 12,2% en septiembre, con una reducción de 5,2 puntos porcentuales (p.p.) respecto al promedio de junio. Las tasas de interés cobradas por adelantos y documentos otorgados a sola firma se redujeron 4,3 p.p. y 3,5 p.p., ubicándose en 18,8% y 17,7%, respectivamente. En tanto, en el mercado de préstamos interbancarios, las tasas de interés siguieron una trayectoria similar, aunque acumularon una disminución más leve, tras ascender durante los últimos días del período, en coincidencia con la adecuación de tasas de interés de pases del Banco Central.

Los créditos al sector privado, en pesos y en moneda extranjera, aumentaron \$5.960 millones (4,9%) y acumularon un crecimiento de 31% interanual (i.a.), suavizando su ritmo de expansión respecto al trimestre previo. Su nivel respecto al PIB ascendió a 12%, 1 p.p. por encima de igual período del año anterior. Con un avance generalizado en todas las líneas, fundamentalmente por los préstamos personales, los hipotecarios y los adelantos, los créditos en pesos presentaron una variación trimestral de \$4.730 millones (4,7%), con una suba del 32% i.a..

La reversión de las condiciones respecto al trimestre anterior posibilitó que el Banco Central volviera a ser comprador neto de divisas. De esta forma, al término del tercer trimestre las Reservas Internacionales se ubicaron en \$47.121 millones.

Gráfico VII.1
Reservas Internacionales

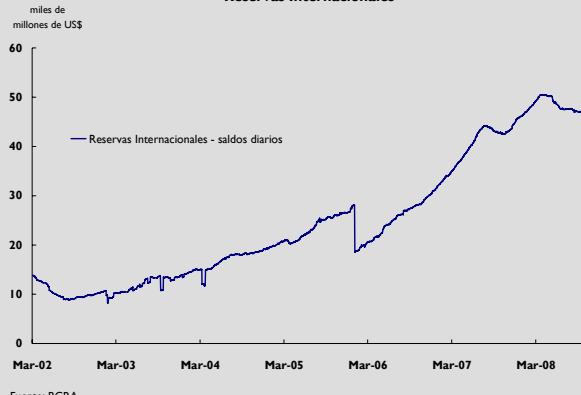
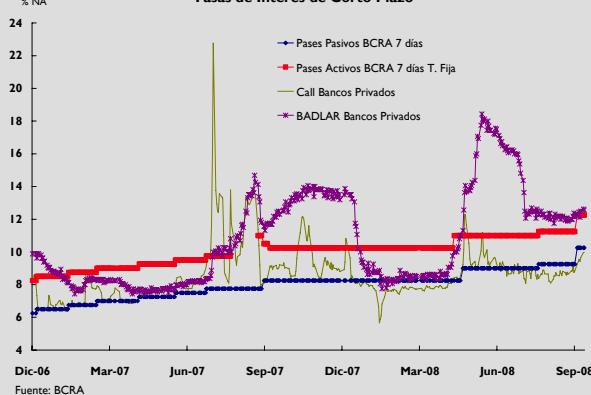


Gráfico VII.2
Tasas de Interés de Corto Plazo



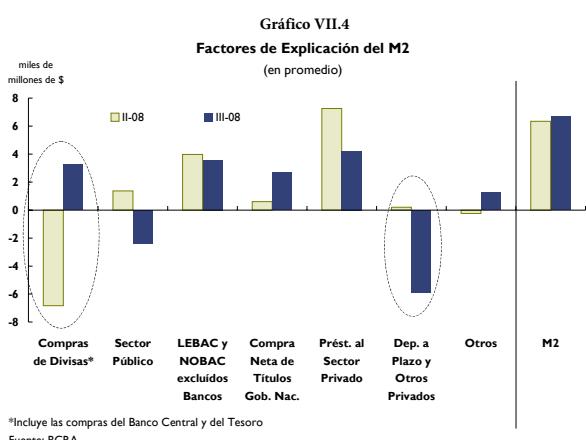
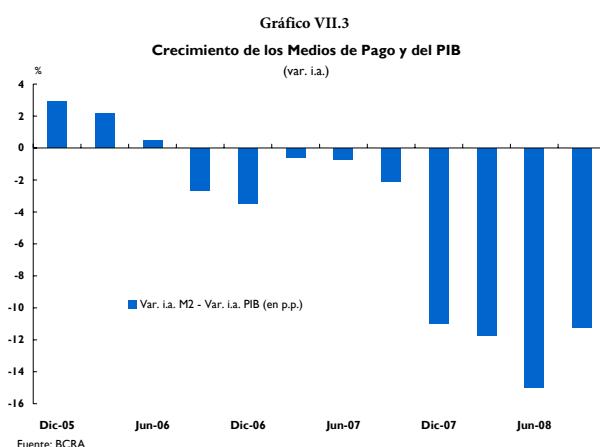


Tabla VII.1
Línea de Pases de Tasa Fija del BCRA

Días	Desde el 9 de Junio		Desde el 8 de Agosto		Desde el 22 de Septiembre	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
1	10,75	8,75	10,75	8,75	11,75	9,75
7	11,00	9,00	11,25	9,25	12,25	10,25
14			11,75	9,75	12,75	10,75
21			12,00	10,00	13,00	11,00
28			12,25	10,25	13,25	11,25
60					14,00	

Fuente: BCRA

VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

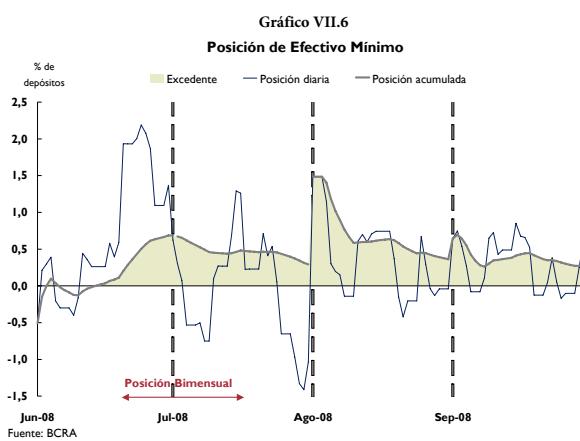
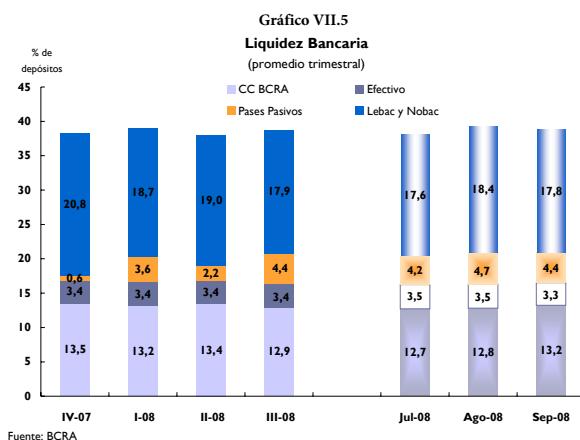
Pese al deterioro en el contexto financiero internacional, en el tercer trimestre se consolidó la recuperación de las condiciones de normalidad en el mercado monetario local, tras el episodio de caída de depósitos de mayo pasado. Los depósitos privados mantuvieron una trayectoria creciente, en un contexto de sólidas condiciones de liquidez bancaria, con tasas de interés que permanecieron estables tras descender a partir de los máximos alcanzados en el transcurso del segundo trimestre.

Se completó otro trimestre de cumplimiento de las metas monetarias, con un saldo del M2¹⁹ total de \$162.880 millones en septiembre, muy próximo al punto medio del rango estipulado para este mes en el Programa Monetario 2008 (PM 2008). Cabe destacar que, tal como viene ocurriendo en los últimos dos años, los medios de pago continuaron creciendo por debajo del Producto nominal (ver Gráfico VII.3). En particular, en septiembre los medios de pago privados acumularon un crecimiento de 13,6% interanual (i.a.).

La normalización de las condiciones monetarias respecto al trimestre anterior se evidenció en los factores de creación del M2. Los contrastes más notables fueron los asociados a las operaciones de compra neta de divisas y al crecimiento de los depósitos a plazo del sector privado. Efectivamente, tras haber alejado en el segundo trimestre las expectativas de depreciación de la moneda local con una intervención efectiva en el mercado de cambios, durante este trimestre el Banco Central volvió a ser comprador neto de moneda extranjera. A su vez, una vez demostrada la intención de mantener la estabilidad del mercado monetario y la disponibilidad de instrumentos para conseguirla, desde fines de junio los depósitos a plazo fijo privados recuperaron su tendencia creciente y pasaron de arrojar una leve disminución en el trimestre anterior a un aumento importante en el período bajo análisis (ver Gráfico VII.4).

Adicionalmente, el rescate de parte del stock de Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC) en poder de particulares continuó siendo uno de los mecanismos empleados para abastecer la demanda de recursos monetarios, por lo que estos instrumentos de regulación monetaria siguieron siendo un factor de expansión del M2. Además de las recompras habituales en el mercado secundario y la renovación parcial de los vencimientos en el mercado primario, a partir de fines de septiembre el Banco Central implementó un nuevo mecanismo de re-

¹⁹ El M2 total está compuesto por el circulante en poder del público y los depósitos en cuentas corrientes y en cajas de ahorro, en pesos, de los sectores público y privado no financieros.

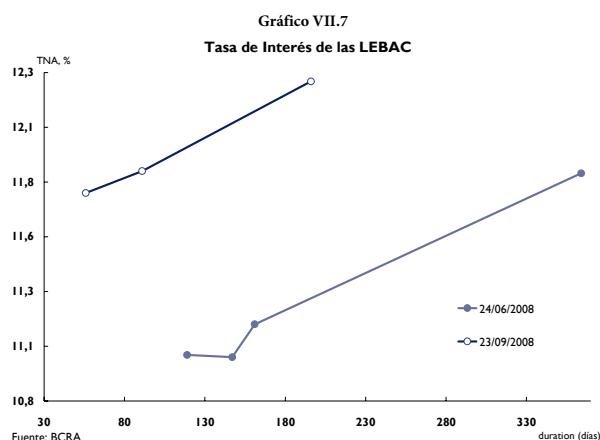


compra de LEBAC y NOBAC en el mercado secundario. Se trata de la habilitación de una rueda en la que los bancos pueden acceder a la venta automática de hasta el 30% de sus LEBAC y NOBAC con vencimiento dentro de los seis meses, a un costo equivalente a la tasa BAD-LAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate) de bancos privados más un margen del 6%. Esta nueva operatoria refuerza el carácter de reserva de liquidez de las LEBAC y NOBAC para los bancos y funcionaría como un seguro de liquidez ante eventuales aumentos de la demanda de fondos. No obstante, hasta el término del tercer trimestre no se han demandado recursos bajo esta modalidad.

También en el mercado de pases el Banco Central continuó diversificando las operaciones disponibles, al aumentar los plazos habilitados respecto a los vigentes a fines del trimestre anterior. Así, en el segmento de operaciones a tasa fija, el plazo máximo disponible pasó de 7 a 28 días para las operaciones pasivas para el Banco Central y de 7 a 60 días para las activas. En tanto, los pases activos a tasa variable pueden concertarse por hasta 90 días, o sea 30 días más que los habilitados en el trimestre anterior.

Otro de los indicadores del retorno de las condiciones de normalidad al mercado local fue la evolución de la liquidez bancaria, que se mantuvo en niveles elevados, incluso incrementándose levemente respecto del período anterior. El ratio de liquidez bancaria, definido como el efectivo en bancos, las cuentas corrientes de los bancos en el BCRA y la tenencia de pases pasivos para el BCRA como porcentaje del total de los depósitos en pesos, fue 20,8% en el trimestre y 38,7% incluyendo la cartera de LEBAC y NOBAC (ver Gráfico VII.5). Una parte importante de la liquidez excedente fue destinada al mercado de pases con el Banco Central, y los bancos duplicaron sus recursos líquidos en pases como porcentaje de los depósitos respecto del segundo trimestre. En tanto, las tenencias de LEBACS y NOBACS disminuyeron como proporción de los depósitos en 1 punto porcentual (p.p.).

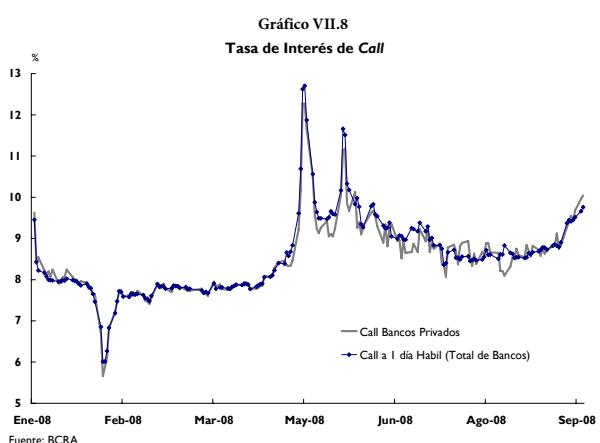
En cuanto a la posición de efectivo mínimo en pesos, en septiembre acumuló un excedente del 0,3% de los depósitos (ver Gráfico VII.6). Por su parte, en el segmento de moneda extranjera, la posición de efectivo mínimo presentó un excedente de aproximadamente 14% de los depósitos en dólares en septiembre, incrementándose levemente a lo largo del trimestre.



Tasas de Interés

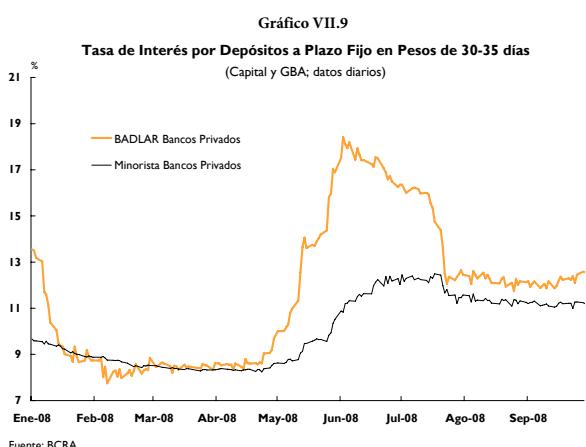
El Banco Central adecuó las tasas de interés del mercado de pases a los nuevos plazos disponibles y al término del trimestre las tasas para las operaciones de 1 día se ubicaron 1 p.p. por encima de las vigentes a fines de junio (ver Tabla VII.1).

En el mismo sentido, en el último mes del trimestre se registró una suba en las tasas de interés del mercado primario de LEBACs y NOBACs (ver Gráfico VII.7). Los montos colocados fueron superiores a los del trimestre anterior y los plazos más variados, registrándose notas con vencimientos menores a 180 días. Adicionalmente, se observó mayor preferencia por las NOBAC, emitidas a tasa variable, frente a las LEBAC, colocadas a tasa fija.

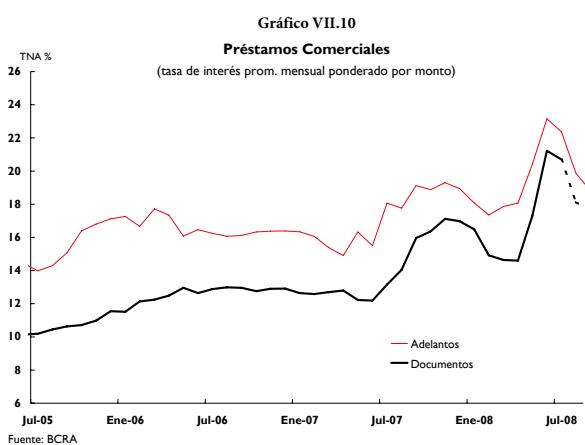


Al comienzo del tercer trimestre, la tasa de interés de *call* continuó la tendencia descendente, que comenzó en junio, convergiendo a valores levemente por encima de los del primer trimestre (ver Gráfico VII.8). Esta evolución estuvo, en parte, influenciada por la holgada situación de liquidez de las entidades financieras. No obstante, hacia fines del trimestre la tasa de interés interbancaria empezó a subir ligeramente, en coincidencia con la suba de la tasa de interés por las operaciones de pase dispuesta por este Banco. En este contexto, y a pesar del alza de fines de septiembre, la tasa de interés de *call* promedio del trimestre -en el segmento de operaciones de 1 día- estuvo 0,3 p.p. por debajo del nivel del trimestre previo.

Como consecuencia de la cómoda situación de liquidez de los bancos y la recuperación de las colocaciones a plazo, las tasas de interés pasivas experimentaron una fuerte caída en julio y se mantuvieron estables el resto del trimestre (ver Gráfico VII.9). En efecto, la tasa de interés BADLAR de bancos privados pasó de niveles próximos a 16% a un nivel de 12% en la segunda mitad de julio, y luego se mantuvo en torno a este nivel durante el resto del trimestre. En definitiva, la tasa BADLAR de bancos privados se ubicó en 12,2% en promedio en septiembre, con una reducción de 5,2 p.p. respecto del promedio de junio.



Por otro lado, la evolución de la tasa de interés pagada por los bancos privados a las colocaciones minoristas (montos inferiores a \$100.000) fue similar a la de la BADLAR aunque de forma más gradual y con menor volatilidad. De hecho, se observó una reducción a fines de julio y luego se mantuvo estable a lo largo del trimestre, ubicándose el promedio de septiembre en 11,2%, 0,5 p.p. por debajo del promedio de junio.



La reducción de las tasas pasivas de corto plazo y su posterior estabilidad facilitó la caída de las tasas de interés activas de menor plazo a partir de los niveles de fines del segundo trimestre. Por su parte, las correspondientes a financiaciones de mediano y largo plazo se mantuvieron estables.

Las tasas de interés de las financiaciones comerciales se redujeron durante el trimestre, en línea con la tendencia del resto de las tasas de interés de corto plazo, dado que cerca de dos tercios de estas financiaciones se otorgan a menos de 30 días. En este sentido, la tasa de interés de adelantos se redujo 4,3 p.p., alcanzando un nivel promedio en septiembre de 18,8%, mientras que las tasas de los documentos otorgados a sola firma cayeron 3,5 p.p. respecto al término del trimestre anterior, alcanzando un nivel de 17,7% (ver Gráfico VII.10).

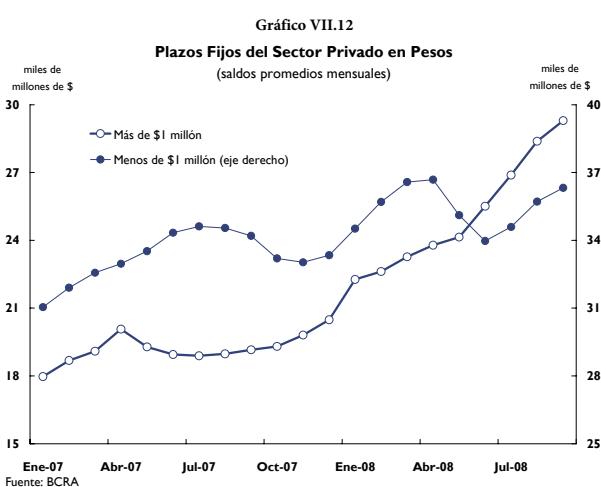
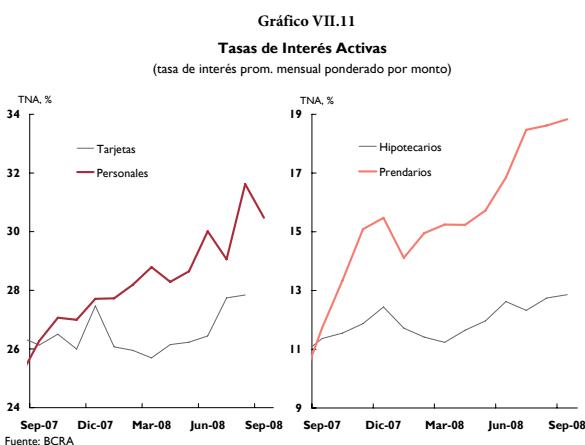
En lo que respecta a las tasas de interés de los préstamos asociados al consumo, el promedio en septiembre de la tasa de interés de préstamos personales fue 30,5%, con un incremento de 0,5 p.p. respecto del promedio de junio (ver Gráfico VII.11; cuadrante izquierdo).

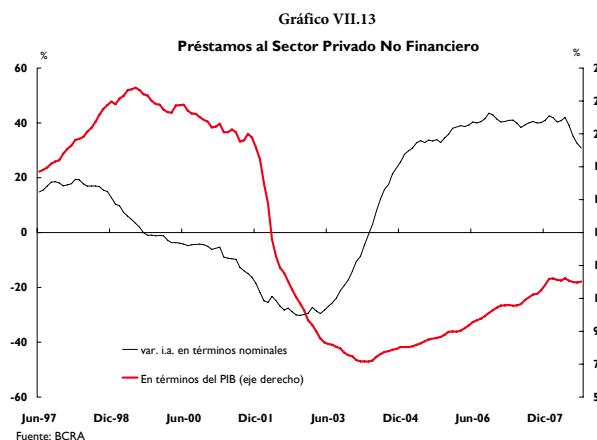
Por último, las financiaciones de mayor plazo registraron incrementos pero de diferente magnitud. En el caso de la tasa de préstamos hipotecarios, se observó un leve aumento (0,2 p.p.) y finalizó el trimestre en un promedio de 12,9%. Cabe mencionar que este nivel abarca solamente a las operaciones acordadas con tasa de interés fija o repactable y que no comprende las financiaciones otorgadas a tasa de interés variable. Por otra parte, la tasa de interés correspondiente a las financiaciones de los préstamos prendarios continuó en ascenso y se ubicó en 18,8% con una suba de 2 p.p. en el trimestre (ver Gráfico VII.11; cuadrante derecho).

VII.3 Agregados Monetarios Amplios y Crédito

Si bien en el tercer trimestre disminuyó el ritmo de crecimiento interanual del M2 privado, el agregado más amplio en pesos del sector privado (M3 privado) alcanzó una tasa de crecimiento interanual del 15,8% en septiembre, 0,5 p.p. por encima de la que presentaba en junio. Estas evoluciones disímiles resultaron a partir del buen desempeño que mostraron las colocaciones a plazo privadas, que consolidaron la tendencia creciente que habían comenzado a mostrar hacia fines del trimestre anterior, tras el breve período de caída en mayo pasado.

De este modo, en el trimestre los depósitos a plazo privados acumularon un crecimiento de \$6.200 millones, concentrando más del 80% del incremento total de los





depósitos privados en pesos. En este segmento de depósitos se registró un ascenso tanto en las imposiciones mayoristas (más de \$1 millón) como minoristas. No obstante, fue destacable la recuperación que experimentaron las últimas, cuyo saldo promedio mensual en septiembre prácticamente había alcanzado el nivel de abril (ver Gráfico VII.12).

En definitiva, los depósitos totales aumentaron \$12.500 millones y al considerar el agregado en pesos más amplio, M3, que incluye total de depósitos –tanto privados como públicos– y el circulante en poder del público, se observó un aumento trimestral de \$13.400 millones (5,2%), acumulando un crecimiento de 17,3% en los últimos 12 meses.

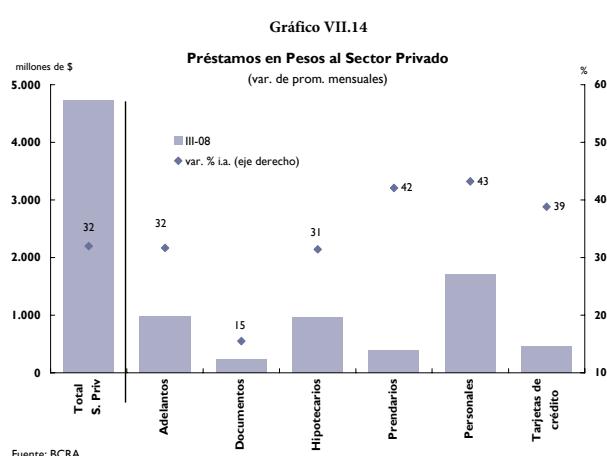
Crédito al Sector Privado²⁰

El stock de créditos al sector privado, en pesos y en moneda extranjera, registró un incremento de \$5.960 millones (4,9%) durante el tercer trimestre del año. De esta manera, acumuló en los últimos 12 meses un crecimiento de 31%, suavizando su ritmo de expansión respecto al trimestre previo en 8 p.p. (ver Gráfico VII.13). Su nivel respecto del PIB asciende al 12%, mostrando un crecimiento de 1 p.p. respecto de igual período del año anterior.

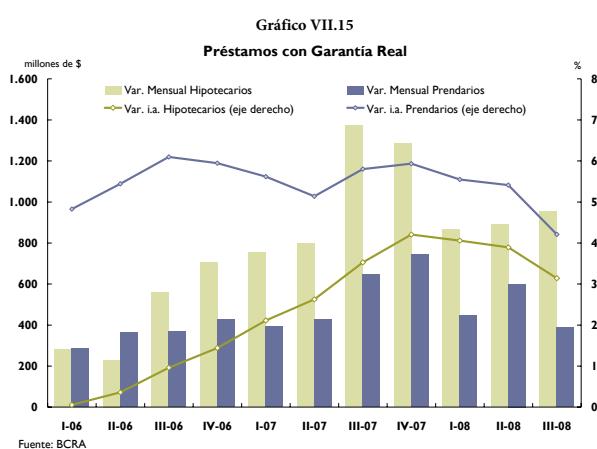
Con un avance generalizado en todas las líneas e impulsados fundamentalmente por los préstamos personales, los hipotecarios y los adelantos, los créditos en pesos presentaron una variación trimestral de \$4.730 millones (4,7%), reflejando un avance interanual cercano al 32% (ver Gráfico VII.14).

Las financiaciones principalmente comerciales crecieron en el período \$1.240 millones (3,1%). Los adelantos en cuenta corriente, que mostraron desde inicios de agosto una importante expansión, avanzaron \$980 millones (6,2%). Por su parte, las financiaciones instrumentadas mediante documentos crecieron \$230 millones (1,2%).

Las líneas con garantía real aumentaron \$1.340 millones (5,9%). Los créditos hipotecarios exhibieron un incremento trimestral de \$950 millones (6,1%), el mayor del presente año, y variaron 31,4% en términos interanuales



²⁰ 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 conformación 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 operativa que, si bien altera los saldos contables, no afectan al stock de financiaciones otorgadas.

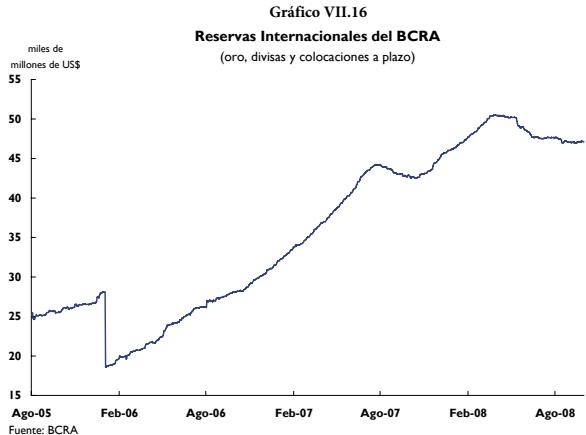


(ver Gráfico VII.15). En tanto, los préstamos prendarios presentaron un alza de aproximadamente \$390 millones (5,6%), creciendo en los últimos 12 meses un 42,8%.

Las líneas destinadas al consumo evidenciaron un incremento respecto al trimestre anterior de \$2.160 millones (5,6%). El crecimiento estuvo explicado principalmente por los préstamos personales que ascendieron durante el período \$1.700 millones (6,6%). Por su parte, en los últimos tres meses las financiaciones con tarjeta de crédito crecieron \$450 millones (3,5%).

Finalmente, destinados principalmente a financiar la actividad exportadora, los préstamos en moneda extranjera presentaron en el trimestre un aumento de US\$ 320 millones (5,6%).

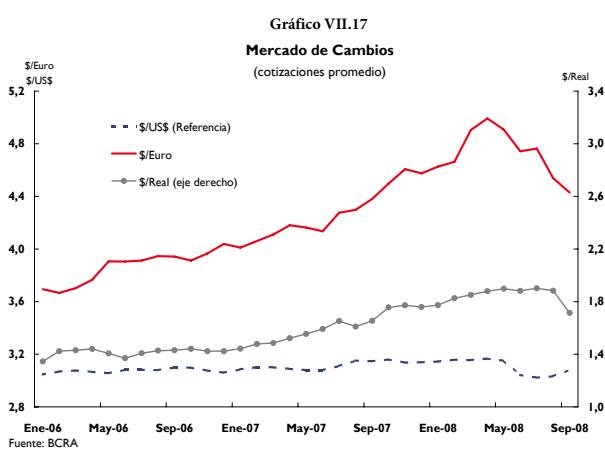
VII.4 Mercado de Cambios



Pese al agravamiento de las condiciones financieras internacionales, el *stock* de Reservas Internacionales totalizó a finales de junio US\$47.121 millones, manteniéndose prácticamente estable (-0,8%) respecto al final del trimestre anterior (ver Gráfico VII.16).

Tal resultado fue consecuencia del aumento del *stock* producto de las compras netas de divisas del BCRA en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), que alcanzaron los US\$1.324 millones, compensado por el resto de las operaciones con impacto sobre las Reservas Internacionales, que originaron disminuciones netas de divisas en el trimestre.

En el marco de un esquema de flotación administrada, y en un contexto financiero internacional más adverso, el peso se depreció respecto del dólar, aunque en mucha menor medida que otras monedas de la región. En particular, el peso se depreció respecto del dólar mayorista (Referencia) un 3,5% donde la cotización del último día de septiembre fue 3,13 \$/US\$. Por el contrario, el peso se apreció con respecto del Euro un 7,5% y la cotización finalizó en septiembre en 4,41 \$/Euro. Por su parte, con el Real el peso también se apreció 13,5% y la cotización alcanzó 1,64 \$/Real (ver Gráfico VII.17).



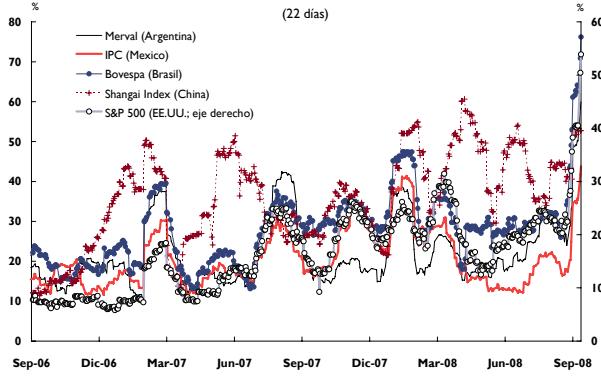
El Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral²¹ (ITCRM) descendió 5,6%, es decir, que el peso se apreció en relación con la canasta de monedas de sus principales socios comerciales. Esto estuvo explicado, en mayor medida, por la depreciación del Real y del Euro res-

²¹ Los detalles metodológicos de su cálculo se encuentran disponibles en la página web www.bcra.gov.ar.

Gráfico VII.18

Volatilidad de los Mercados Accionarios

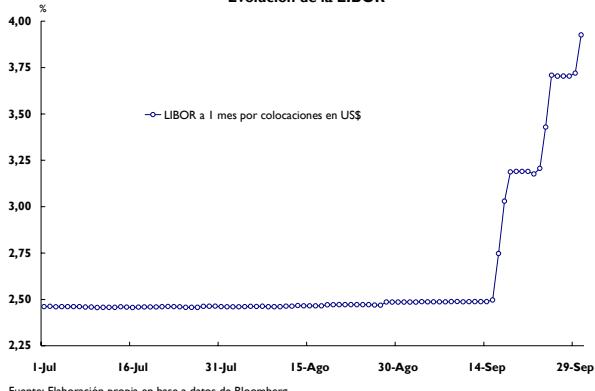
(22 días)



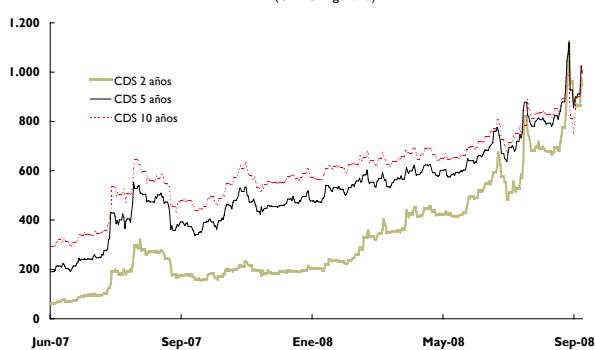
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Gráfico VII.19

Evolución de la LIBOR



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Gráfico VII.20
Indicadores de Riesgo Soberano
(CD de Argentina)

Fuente: Elaboración Propia en base a datos de Bloomberg

pecto del Dólar. No obstante, en relación al mismo período del año anterior el peso se apreció 1,3%.

VII.5 Otros Activos

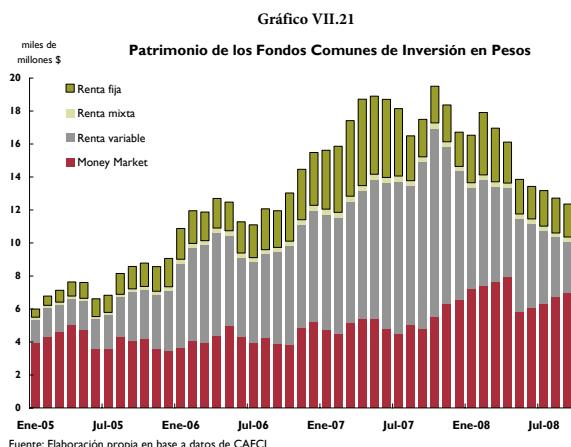
El tercer trimestre de 2008 estuvo caracterizado por un incremento notable de la volatilidad de los mercados financieros, caídas considerables en los índices accionarios y una salida de capitales hacia activos menos riesgosos. Si bien esta evolución en las variables se dio en general a lo largo del trimestre, se potenció claramente desde mediados de septiembre (ver Gráfico VII.18).

Este escenario de *performance* fuertemente negativa para los activos de renta variable (y también para los de renta fija de países emergentes) estuvo determinado por un agravamiento de las disruptivas en los mercados de crédito que afecta a importantes entidades financieras del mundo. También influyó negativamente en ciertas bolsas la evolución del precio de los principales *commodities* (ver Sección II).

Un indicador del importante estrés del mercado interbancario se observa, en parte, en el crecimiento abrupto de la *London InterBank Offered Rate* (LIBOR) en dólares a 1 mes que empezó a evidenciarse desde mediados de septiembre (ver Gráfico VII.19). En este contexto, y para evitar que un mayor contagio sistemático afectase fuertemente a la actividad económica, las autoridades monetarias de los principales países adoptaron diversas medidas extraordinarias (ver Apartado Nº 3).

En América Latina, medidos en dólares, los activos de renta variable evidenciaron importantes disminuciones. El Bovespa tuvo una fuerte caída de 36%, seguida por el índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) que bajó 31%, el Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval) con una variación de -27%, el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de México que perdió 20% y por último, el Índice General del Precio de las Acciones (IGPA) de Chile que cayó 16%.

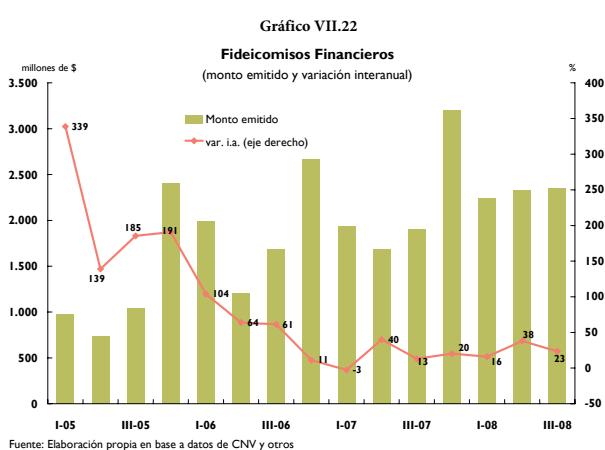
Los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años de los títulos públicos argentinos se incrementaron 338 puntos básicos (p.b.) mientras que los CDS de Brasil del mismo plazo también subieron 57 p.b.. En el mismo sentido se movieron los CDS a 10 años, los que, en el caso de Argentina, aumentaron 294 p.b., mientras que en el de Brasil se incrementaron en 67 p.b.. Por su parte, los *spreads* de la deuda de las regiones emergentes en general y América Latina en particular, medidos por el *Emerging Market Bond Index Plus* (EMBI +) registraron subas en torno a 100 p.b. (ver Gráfico VII.20).



El patrimonio de los Fondos Comunes de Inversión (FCI) de Argentina cerró el tercer trimestre de 2008 en \$12.368 millones (ver Gráfico VII.21), disminuyendo \$1.056 millones (8%) con respecto al trimestre anterior, producto de la caída en el valor de cuotapartes. El descenso del patrimonio de los FCI denominados en moneda extranjera fue aún más significativo (37,6%), totalizando \$3.021 millones. El tipo de fondo que mayor variación experimentó en su patrimonio fue el de renta variable con una baja de \$1.986 millones (39%) en el trimestre, finalizando el mismo con \$3.124 millones. Esta fuerte disminución se vio en parte contrarrestada por la suba de los patrimonios de *money market* (15%) y de renta fija (2,3%). Los primeros alcanzaron un monto de \$6.996 millones al final de septiembre mientras que los segundos llegaron a \$2.005 millones.

En agosto tuvo lugar una modificación en el tratamiento impositivo de los Fideicomisos Financieros (FF), instrumentada mediante el Decreto 1207/2008. Desde entonces, los FF (con excepción de los vinculados a la realización de obras de infraestructura afectados a la prestación de servicios públicos) dejaron de estar exentos del impuesto a las ganancias, lo cual tuvo un impacto negativo, aunque transitorio, sobre la cantidad de colocaciones y el monto de las mismas²².

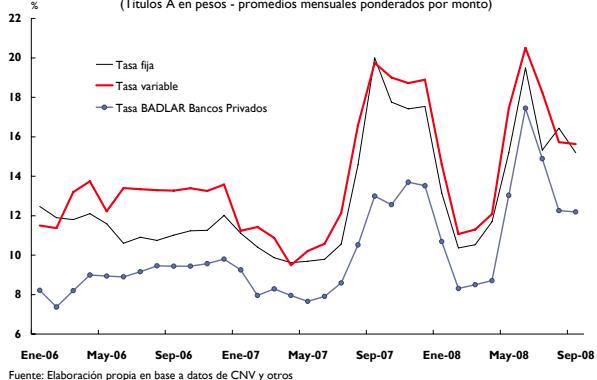
No obstante, la colocación de FF durante el tercer trimestre de 2008 totalizó \$2.349 millones (ver Gráfico VII.22), registrando una ligera suba respecto al trimestre anterior (\$22 millones), y se evidenció una suba de 23% en relación con el mismo período de 2007. Dentro del trimestre se observó un comportamiento particular ya que en julio el monto emitido tocó un máximo para lo que va del año, mientras que en agosto tal monto se redujo abruptamente como consecuencia del cambio impositivo, y en septiembre se observó una fuerte recuperación. De esta manera, en lo que va del año el monto emitido ascendió a \$6.922 millones, (+25% respecto a lo titulado en igual período del año anterior).



Las tasas de interés de corte de los títulos *senior* experimentaron una caída respecto al segundo trimestre de 2008, en línea con el comportamiento de las tasas pasivas del mercado monetario. En efecto, los títulos concertados a tasa fija alcanzaron a septiembre una tasa promedio ponderado por monto de 15,2%, 4 p.p. menor a la registrada en junio, revirtiendo de esta manera la suba que tuvo lugar ese mes, retornando así al nivel de mayo. Mientras que en el caso de los títulos a tasa variable, la tasa promedio se ubicó en 15,6%, registrando una caída de 5 p.p. respecto de junio (ver Gráfico VII.23). Por su

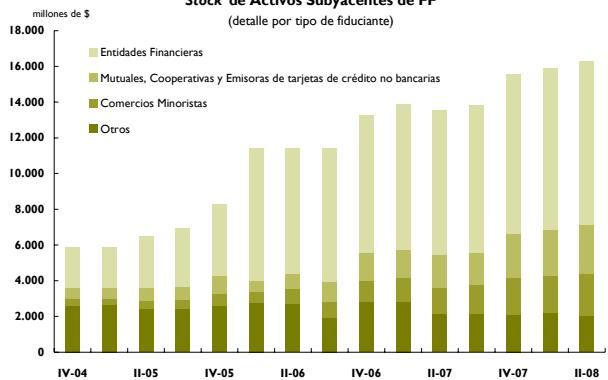
²² Para mayor información sobre el cambio normativo y sus efectos consultar el Informe Monetario Mensual de agosto de 2008.

Gráfico VII.23
Tasas de Corte de FF
(Títulos A en pesos - promedios mensuales ponderados por monto)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNV y otros

Gráfico VII.24
Stock de Activos Subyacentes de FF
(detalle por tipo de fiduciante)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNV

parte, la *duration* promedio ponderado por monto de los títulos *senior* de FF emitidos durante el tercer trimestre de 2008 ascendió a 6,3 meses, nivel similar al alcanzado el trimestre previo. No obstante, al comparar al interior del trimestre se advierte un descenso hacia el final del mismo, alcanzando a septiembre 5,4 meses.

En cuanto a los activos subyacentes, si bien los más relevantes continuaron siendo los vinculados al consumo (préstamos personales y tarjetas de crédito), concentrando en el trimestre el 89% del total securitizado, su participación se redujo en 4 p.p. respecto al trimestre anterior, con una caída en el monto titulado de 4%. El resto está compuesto principalmente por créditos comerciales y prendarios, que ganaron relevancia respecto al tercer trimestre de 2007, mientras que los flujos futuros de fondos y contratos de *leasing* disminuyeron su presencia. La estructura por tipo de fiduciante fue similar a la del trimestre anterior, teniendo una participación dominante los comercios minoristas, con el 39% del total, seguidos por las Mutuales, Cooperativas y Emisoras de tarjetas de crédito no bancarias, representando el 36% del total. En tanto, las entidades financieras (20% del total) redujeron sustancialmente su participación (8 p.p.) en relación al trimestre anterior, acentuándose la tendencia a la baja observada durante 2006 y 2007.

Adicionalmente, de acuerdo a la última información de balance presentada a la Comisión Nacional de Valores (CNV) a junio de 2008, el stock de activos de los FF alcanzó \$16.265 millones (ver Gráfico VII.24), creciendo 2,2% respecto de marzo, mientras que en la comparación interanual tal stock avanzó 20%. Dicho stock está compuesto mayoritariamente por financiaciones al consumo (44%), títulos públicos (34%), préstamos hipotecarios, créditos comerciales y flujos futuros de fondos (5% cada uno). El resto corresponde a títulos privados y contratos de *leasing*, entre otros. Respecto de la estructura por fiduciante, el 56% correspondió a entidades financieras, a pesar de haber estado perdiendo relevancia a lo largo de 2006 y 2007, mientras que los comercios minoristas y el grupo de Mutuales, Cooperativas y Emisoras de Tarjetas de Crédito no Bancarias participaron del 14% y 17% respectivamente. Entre los tenedores de los valores de deuda fiduciaria, las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) y las entidades financieras cuentan con la mayor participación de tenencias, 36% y 35% respectivamente.

Apartado 3 / Medidas globales de política económica

Las turbulencias internacionales desatadas en julio de 2007 habrían sido inicialmente diagnosticadas como un problema de liquidez del sistema, por lo que las principales autoridades del mundo abordaron la situación principalmente proveyendo al mercado de fondos. Sin embargo, la intensificación de los problemas financieros y la creciente preocupación por la insolvencia de las entidades han dado lugar a la adopción de medidas innovadoras tendientes a recomponer la confianza en el sistema financiero mundial y limitar el daño en la economía real. Aún cuando las políticas recientemente implementadas por los bancos centrales en coordinación con los tesoros traigan calma a los mercados, el proceso de ajuste hacia la estabilidad financiera será extendido en el tiempo.

En particular, el Tesoro de Estados Unidos diseñó un plan de rescate denominado *Troubled Asset Relief Program* (TARP), aprobado por el Congreso luego de realizarse diversas modificaciones sobre la propuesta original (ver Cuadro N° 1). El proyecto inicial incluía sólo especificaciones escuetas sobre la manera en la que se implementarían las compras de activos vinculados a hipotecas residenciales y comerciales. Las reformas introducidas dieron origen a un plan más integral.

El Acta de Estabilización de Emergencia Económica en la que se incluyó el TARP, encuadra un programa de estabilización financiera más global al incorporar, entre otros, acciones para tratar la incobrabilidad de los créditos hipotecarios y modificaciones de las normas contables que autorizan a la *Security and Exchange Commission* (SEC) a suspender la valuación contable *mark to market*. Además, se contemplan rebajas impositivas a

empresas y el alza de las garantías para los depósitos bancarios.

En lo que respecta al plan de compra de activos vinculados a hipotecas, entre las modificaciones introducidas a la propuesta inicial se destacan la limitación en la disponibilidad de los fondos, la creación de un órgano de supervisión independiente y la introducción de garantías como contrapartida de las operaciones.

El monto del rescate que se estableció en US\$700.000 millones (aproximadamente 5% del PIB) podrá ser utilizado en tramos. Un total de US\$250.000 millones estarán disponibles de manera automática, US\$100.000 millones podrán utilizarse previa notificación presidencial al Congreso y los US\$350.000 millones restantes sólo podrán aplicarse luego de autorización parlamentaria, aunque en este último caso se prevé una excepción en caso de ocurrencia de “riesgos sistémicos”.

Los principales bancos centrales intensificaron sus políticas de inyección de liquidez para aliviar las crecientes tensiones en los mercados de crédito. La Reserva Federal (Fed) eliminó la restricción de los montos previstos para efectuar las operaciones de *swap* con otros bancos centrales, al tiempo que amplió al mercado de *commercial papers* la provisión de liquidez. Adicionalmente, extendió el programa de *Term Auction Facilities* (TAF) y estableció la remuneración de los encajes excedentes. En igual sentido, el Banco Central Europeo (BCE) liberó los montos destinados a brindar liquidez sobre las operaciones de refinanciación a largo plazo y amplió los activos elegibles para actuar como contraparte en las operaciones de provisión de fondos.

Cuadro 1 | Estados Unidos. Principales lineamientos del Paquete de Rescate de Activos “Tóxicos”

Concepto	Propuesta inicial del Tesoro de EE. UU.	Modificación del Comité de Servicios Financieros del Congreso de EE. UU.	Acta de Estabilización de Emergencia Económica ¹
Disponibilidad de los fondos (US\$700.000 millones)	Sin condiciones	Disponibles en tramos de US\$150.000 que deben ser aprobados por el Congreso	US\$250.000 millones disponibles de manera inmediata US\$100.000 millones disponibles luego de elevar un informe al Congreso firmado por el presidente de los Estados Unidos US\$350.000 millones disponibles solo previa autorización del Congreso
Garantías	Ninguna	Ninguna	Requiere establecer un programa de garantías
Compensación a los cargos gerenciales	----	Fija límite de deducción impositiva de los ingresos por compensación en US\$400.000	En una situación de adquisición del total de la cartera, no se contempla compensación para los ejecutivos. Fija el monto máximo que el Gobierno podrá destinar a compensaciones de los ejecutivos en caso de adquisición parcial. Fija el límite de deducción impositiva de los ingresos por compensación en US\$500.000
Supervisión	----	No funcionan dados los repetitivos reportes y la presencia de requisitos para la supervisión que impiden la aplicación del programa	Establece, entre otros, una comisión independiente para la supervisión, y exigencias administrativas (reportes) de fácil extensión y lectura para el público en general. Asimismo, establece un Inspector General Especial para controlar las acciones del Tesoro de Estados Unidos y un Comité de Supervisión de Estabilidad Financiera.
Mitigación de las ejecuciones hipotecarias	----	----	Requiere que el Tesoro establezca un programa sistemático para mitigar las ejecuciones hipotecarias
Asistencia a propietarios de viviendas	----	----	Requiere que el Tesoro, la FHA ² , y la FDIC ³ adopten un programa sistemático para prevenir las ejecuciones hipotecarias, en parte a través de la modificación de las condiciones crediticias originales

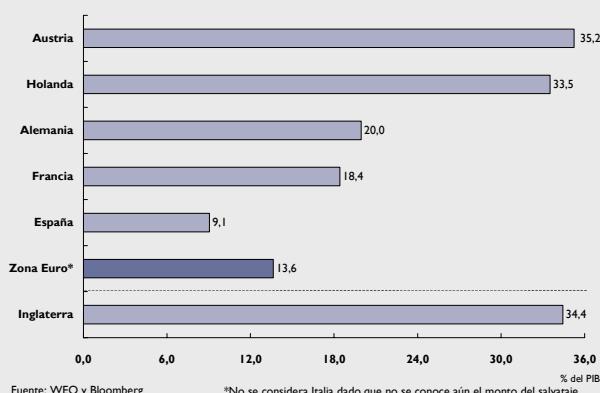
¹ La propuesta final fue aprobada el 3 de octubre pasado con modificaciones marginales respecto a lo presentado a fines de septiembre, y que fuera rechazada por el Congreso. ² Federal Housing Administration. ³ Federal Deposit Insurance Corporation.

Fuente: Reserva Federal y Secretaría del Tesoro de Estados Unidos.

La Fed, el BCE y los bancos centrales de Canadá, Suiza, Suecia e Inglaterra, decidieron de manera excepcional y coordinada la disminución de sus tasas de referencia. La tasa de los *Fed Funds* se redujo en 50 puntos básicos (p.b.) ubicándose en 1,5% anual, mientras que la tasa *Main Refinancing Operations* (MRO) del BCE también se redujo en 50 p.b. y se ubica en 3,75% anual. La medida de disminución coordinada en las tasas de referencia pretendió promover la confianza en los mercados financieros al enviar el mensaje de que las autoridades monetarias del mundo están dispuestas a aplicar todas las medidas necesarias en su intento por garantizar la estabilidad del sistema financiero internacional.

Por otro lado, diversos países ampliaron el alcance y los montos de las garantías gubernamentales sobre los depósitos, al tiempo que algunas entidades bancarias fueron nacionalizadas. En Irlanda, se estableció una garantía oficial de monto ilimitado por dos años sobre los depósitos en los principales bancos nacionales y se extendió la garantía a las cinco entidades extranjeras más importantes que operan en el país. Asimismo, Islandia debió nacionalizar sus tres principales bancos.

Gráfico 1 | Zona Euro e Inglaterra. Montos Implicados en los Paquetes del Rescate



Los países de la zona Euro e Inglaterra también lanzaron un plan de rescate para atacar el problema de la solvencia y confianza. El programa de estrategias comunes para los países incluye medidas similares a las de Estados Unidos, como la recapitalización de las entidades bancarias, el otorgamiento de garantías sobre los nuevos préstamos bancarios y las modificaciones de las reglas contables. Los gobiernos podrán exigir como contraprestación a las instituciones beneficiarias la extensión de créditos comerciales y para consumo. El monto de los planes difiere según cada país, ascendiendo en Alemania a un total de €500.000 millones (20% del PIB), mientras que en Francia el monto sería de €360.000 millones (18,4% del Producto). En España, el programa destinaría €100.000 millones (9,1% del PIB), mientras que en Italia aún no se difundió el valor del rescate, aunque las declaraciones de las autoridades harían prever que el monto resultará significativo. En tanto, Inglaterra destinará £500.000 millones (34,4% del PIB; ver Gráfico N° 1).

Los mercados emergentes también sufrieron fuertes impactos de la profundización de las disrupciones financieras. Las autoridades económicas de los países en desarrollo igualmente están aplicando medidas extraordinarias tendientes a garantizar la estabilidad de los mercados financieros locales y mitigar los potenciales efectos sobre la economía real.

Por ejemplo, el Gobierno de China redujo en dos oportunidades la tasa de referencia de los préstamos y depósitos bancarios, la última de ellas al día siguiente de la acción coordinada de algunos de los principales bancos centrales, acompañando de esta manera la política de los países industrializados. Asimismo, disminuyó la tasa de los requisitos de reservas en 50 p.b. a 17%, luego de haberla incrementado en cinco oportunidades durante el presente año. La flexibilización de la política monetaria se da en un escenario de baja en las presiones inflacionarias, al tiempo que se incrementan los riesgos sobre la actividad económica del país. También se están analizando medidas fiscales que acompañarían la flexibilización monetaria como reducciones impositivas, algunas de ellas destinadas a dar sostén a las exportaciones, y aumentos del gasto público en infraestructura.

En Brasil, el banco central podrá adquirir préstamos en cartera de bancos locales pequeños y medianos y extender líneas de créditos en moneda extranjera a instituciones financieras locales. Asimismo, el Banco Central de Brasil (BCB) redujo los requisitos de reservas e intervino en el mercado cambiario. Además, la autoridad monetaria estará habilitada a adquirir títulos denominados en dólares en cartera de bancos locales con el objetivo de incrementar los préstamos a los exportadores, mientras que prevé otorgar más de US\$2.000 millones al Banco de Desarrollo de Brasil (BNDES) con el objetivo de financiar a los sectores exportadores afectados por la desaceleración económica mundial.

El reciente accionar de las principales autoridades económicas del mundo, que a diferencia de meses anteriores se caracterizó por el reconocimiento de que nos enfrentamos a una crisis de solvencia más que a una de liquidez y que requiere de la coordinación de las medidas, constituye un giro de sustancial relevancia para afrontar la actual crisis. Su resolución requerirá esfuerzos que contemplen también la coordinación de las políticas económicas con los países emergentes. De todas formas, más allá de la efectividad de las medidas, se espera que la estabilidad del sistema financiero se alcance luego de un lento proceso de ajuste.

VIII. Inflación

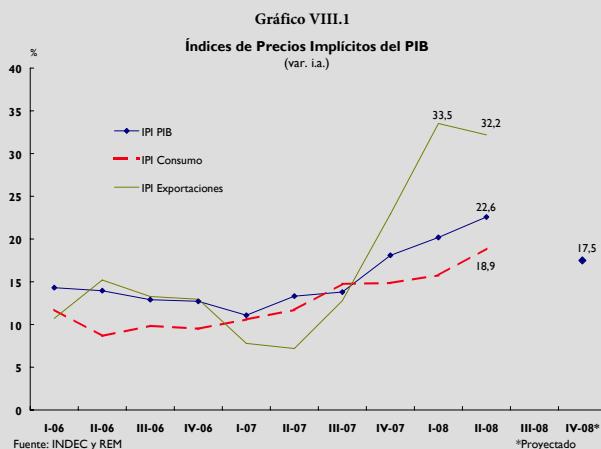
VIII.1 Síntesis

Los diferentes indicadores de precios disponibles actualmente exhiben trayectorias más moderadas que las observadas en la primera mitad del año, aunque en general continúan mostrando divergencias y aún se ubican por sobre el promedio de 2007. 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 estabilidad en su crecimiento interanual (i.a.), ubicándose en niveles similares a los verificados a fin del año pasado. En el desagregado entre bienes y servicios, se observa que la mayor presión al alza proviene de los precios de los servicios, que están siguiendo una trayectoria creciente desde fines de 2007, a la vez que el ritmo de suba de los precios de los bienes mostraron una desaceleración, explicada principalmente por los Alimentos y bebidas.

Por su parte, los precios mayoristas profundizaron la moderación en su variación interanual, respondiendo 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. El Índice de Costos de la Construcción (ICC) con un alza promedio en el tercer trimestre de 17,8% i.a. marca un crecimiento interanual algo inferior a la variación promedio de 2007 (20% i.a.).

Un indicador de precios más amplio como el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, continuó en la senda ascendente y en el segundo trimestre de 2008 alcanzó un aumento de 22,6% i.a., reflejando un crecimiento de los precios de exportación de 32,2% i.a., muy superior a la variación del IPI del Consumo Privado, que llegó a 18,9% i.a.. En adelante se prevé que ambos componentes muestren una baja en su tasa de crecimiento, llevando el IPI del PIB a 17,5% a fin de 2008 según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM).

Las condiciones macroeconómicas siguen sin dar lugar a la posibilidad de que la inflación se acelere, tanto por la situación fiscal como externa, a la vez que la moderación del crecimiento de la actividad agregada y la corrección reciente en las cotizaciones de las materias primas quitarían presión sobre los precios internos. 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 implementadas por el Gobierno Nacional, junto con el sesgo prudencial ya demostrado por la política monetaria.



VIII.2 Precios Minoristas

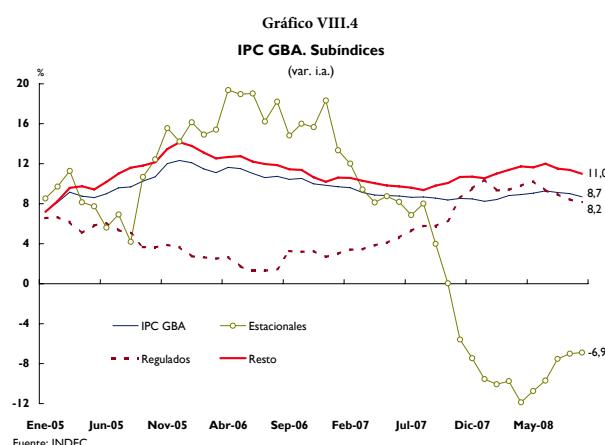
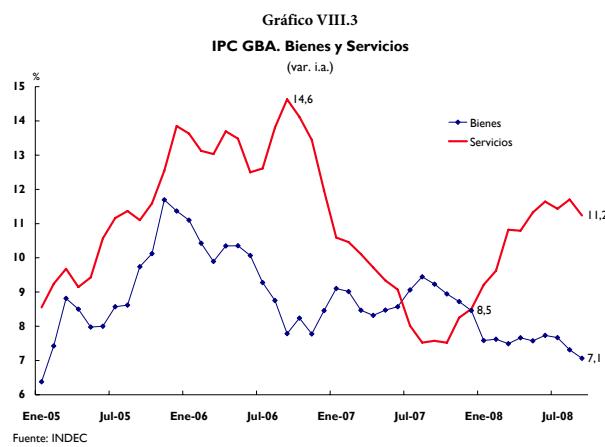
Los diversos indicadores de precios disponibles continúan mostrando variaciones divergentes, aunque presentan actualmente un comportamiento más moderado que en la primera mitad del año, reflejando menores presiones de algunos bienes (como los alimentos) que más que compensan la evolución alcista de servicios privados y regulados (ver Gráfico VIII.3).

El Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA), luego de elevar su tasa de crecimiento en términos interanuales (i.a.) en los primeros meses del año, en el tercer trimestre exhibió un menor dinamismo. En particular, en septiembre el IPC GBA creció 8,7% i.a., tasa que resultó 0,6 puntos porcentuales (p.p.) inferior a la verificada a fin del trimestre previo.

Este comportamiento respondió a una desaceleración de los precios de los bienes en el trimestre, mientras que los servicios acentuaron su ascenso, generando la principal presión alcista en el IPC GBA. A fin de 2007 tanto los bienes como los servicios registraron la misma variación, pero luego los bienes siguieron una senda ligeramente bajista, llegando a 7,1% i.a., mientras que la tasa de crecimiento de los servicios se elevó y llegó en septiembre a 11,2% i.a., acercándose a las tasas alcanzadas a fin de 2006.

A nivel de subíndices²³, el IPC Resto, aproximación del INDEC a la inflación subyacente, presentó un alza de 11,0% i.a. en septiembre que resultó 1,0 p.p. inferior a la observada a fin del trimestre previo, aunque aún supera el registro de un año atrás (9,8% i.a.). En tanto, los precios Regulados (o con alto componente impositivo) en el trimestre marcaron un ritmo de suba en línea con el promedio de los últimos 12 meses, a medida que siguieron observándose ciertos aumentos puntuales en las tarifas de electricidad²⁴, y en algunos bienes, como los cigarrillos²⁵. Contrariamente, el subíndice Estacionales (aquellos con una marcada estacionalidad y/o volatilidad) continúa con variaciones negativas (-6,9% i.a. en septiembre) aunque menores que el período previo (ver Gráfico VIII.4).

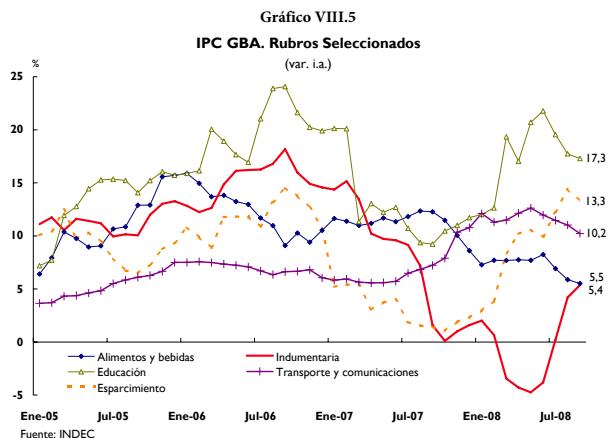
Los ajustes en los servicios regulados del GBA, que venían rezagados respecto de otras regiones, junto con otros rubros como la Educación y el Esparcimiento, compensaron en parte el menor crecimiento de los alimentos (ver Gráfico VIII.5).



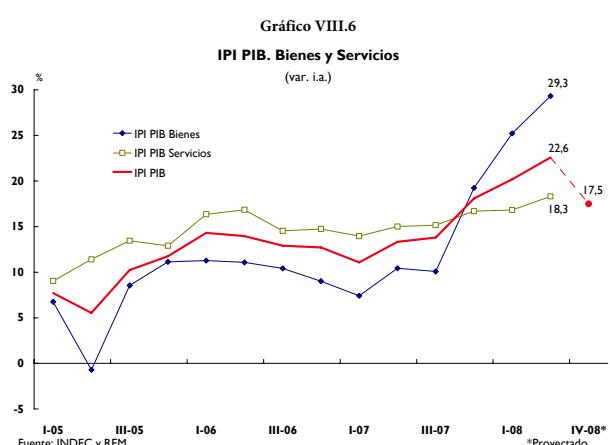
²³ En el presente capítulo, para la apertura del IPC GBA por subíndices (IPC Resto, Estacionales y Regulados) se procedió a empalmar las series históricas (base 1999 = 100) con las variaciones mensuales publicadas a partir de abril, cuando la nueva base pasó a ser abril 2008 = 100.

²⁴ En julio subieron las tarifas eléctricas para usuarios residenciales entre 15% y 30%.

²⁵ A fines de julio los cigarrillos se encarecieron 2% en promedio, impactando en el índice mayormente en agosto.

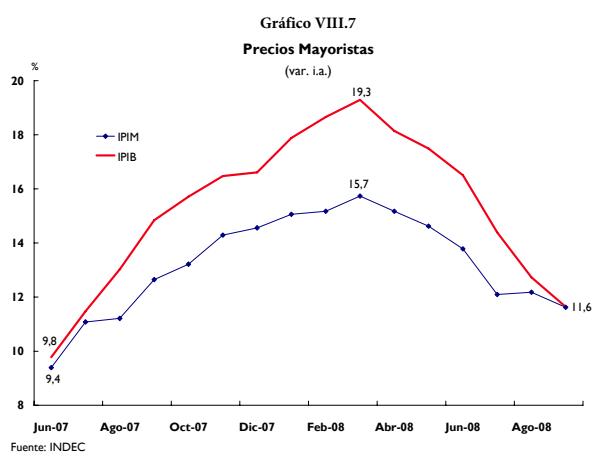


En particular, los Alimentos y bebidas en los últimos meses redujeron su ritmo de encarecimiento, a medida que se disiparon los problemas de abastecimiento locales, y cedieron las subas de las cotizaciones internacionales de las materias primas (ver Sección II).



Al analizar un indicador de precios más amplio, como el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, se observa que en el segundo trimestre de 2008 mantuvo una tendencia creciente, llegando a 22,6% i.a.. En el desagregado, la mayor suba provino de los precios de exportación, reflejándose en un IPI de Exportaciones que alcanzó un alza de 32,2% i.a., aunque presenta una leve desaceleración que se profundizaría en lo que resta del año, 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, se aceleró en el segundo trimestre, con un aumento de 18,9% i.a. aunque también podría morigerar su trayectoria hacia fin de 2008. En efecto, según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) el IPI del PIB se desaceleraría en el segundo semestre para finalizar 2008 en 17,5% i.a., situación que se profundizaría en 2009 (ver Gráfico VIII.1).

Por otro lado, el IPI de los bienes del PIB presentó una aceleración, llegando a 29,3% i.a. en el segundo trimestre de 2008, y desde fines de 2007 supera el ritmo de alza del IPI de Servicios, que trepó hasta 18,3% i.a., exhibiendo una situación diferente a la encontrada en los bienes y servicios del IPC GBA. De todos modos, en lo que resta del año se espera que se suavice la trayectoria de los bienes, en línea con el comportamiento de los precios al consumidor (ver Gráfico VIII.6).

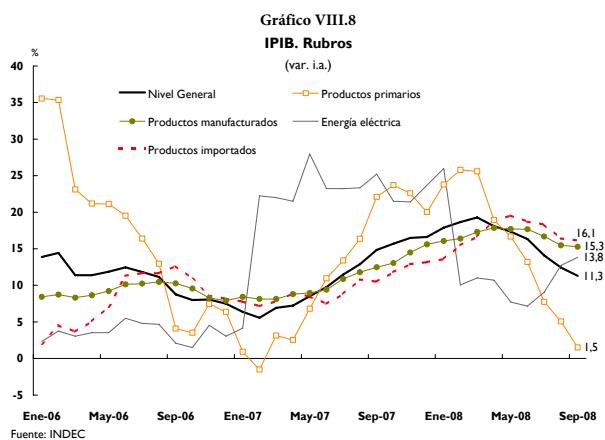


En adelante, las condiciones macroeconómicas siguen sin dar lugar a la posibilidad de que la inflación se acelere, tanto por la situación fiscal como externa, a la vez que la moderación del crecimiento de la actividad agregada y la corrección reciente en las cotizaciones de las materias primas quitarían presión sobre los precios internos. 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 implementadas por el Gobierno Nacional, junto con el sesgo prudencial ya demostrado por la política monetaria.

VIII.3 Precios Mayoristas

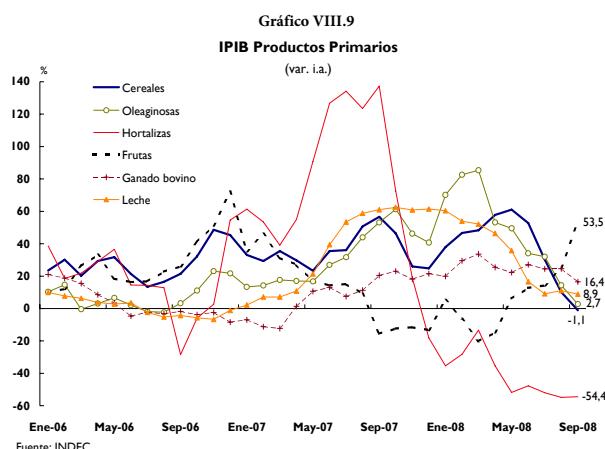
En los últimos meses los precios mayoristas profundizaron la desaceleración observada a partir del segundo trimestre del corriente año, luego de haber exhibido una tendencia creciente durante todo 2007 e inicios de 2008. Así, tras haberse alcanzado picos en marzo pasado de 15,7% i.a. en el Índice de Precios Internos al por Mayor

(IPIM) y de 19,3% i.a. en el Índice de Precios Internos Básicos (IPIB),²⁶ ambos convergieron en septiembre a 11,6% i.a. (ver Gráfico VIII.7).



A nivel desagregado se observó un menor ritmo de aumento en casi todos los componentes de los índices mayoristas, y la mayor moderación se dio en los precios de los Productos primarios. La evolución de los Productos primarios reflejó la desaceleración de los Productos agropecuarios, que disminuyeron su tasa de crecimiento a 6,1% i.a. en septiembre después de haber alcanzado un pico en marzo (42,4% i.a.). Esto respondió a la evolución tanto de los Productos agrícolas como ganaderos, en línea con los movimientos de las cotizaciones internacionales (ver Sección II). Por otra parte, los Productos manufacturados se desaceleraron en menor medida, alcanzando un crecimiento interanual a fin del tercer trimestre de 15,3%, que resulta 2,4 p.p. menor al de junio (ver Gráfico VIII.8).

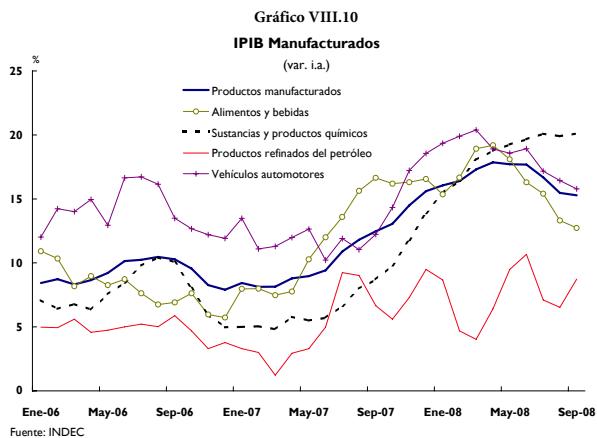
Los precios de los Productos agrícolas exhibieron una caída interanual (-4,8% i.a. en septiembre) que se explica, por un lado, por la pronunciada desaceleración en la trayectoria de los precios de los cereales y oleaginosas que acompaña la evolución de las cotizaciones internacionales. Por otro lado, el nivel de los precios de las hortalizas y legumbres resultó inferior a los del año previo debido a la recomposición de la oferta por un mejor rendimiento de los cultivos, luego de las fuertes pérdidas registradas en 2007 (ver Gráfico VIII.9). Este mismo comportamiento de las verduras se observa en las cotizaciones del Mercado Central, que acumulan una caída interanual en septiembre similar a la observada en los índices mayoristas (aproximadamente -50,0%).



Los Productos ganaderos y de granja también morigeron su tasa de crecimiento a 14,7% i.a.. Esto se debió principalmente a un menor crecimiento de las cotizaciones del ganado bovino, llegando a 16,4% i.a. en septiembre después de haber alcanzado un máximo de 5 años en marzo de 2008 (33,7% i.a.), por problemas de oferta que tendió a recomponerse en los últimos meses. La leche también moderó las subas, hasta 8,9% i.a. en septiembre, habiendo registrado alzas superiores al 50,0% i.a. en los primeros meses del año (ver Sección III).

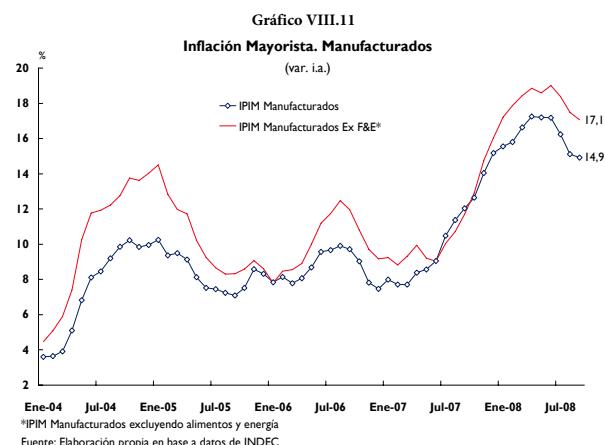
Así, el comportamiento en los Productos primarios determinó menores presiones de costos sobre los precios de Alimentos y bebidas, que es uno de los rubros con mayor desaceleración en sus precios entre los Productos manufacturados de los índices mayoristas y minoristas.

²⁶ El IPIB representa la evolución de los precios mayoristas (IPIM) neto de impuestos y subsidios.



Por su parte, el petróleo crudo y gas a nivel mayorista mostró una baja (-5,2% i.a.). De todos modos, las oscilaciones en las cotizaciones internacionales del petróleo no se trasladan al mercado doméstico debido al esquema regulatorio de derechos de exportación con alícuotas móviles. El petróleo *West Texas Intermediate* (WTI) luego de superar la barrera de los US\$140 por barril en julio comenzó a descender cerrando septiembre a US\$100,6, en un contexto mundial de alta volatilidad en los mercados de *commodities* (ver Sección II).

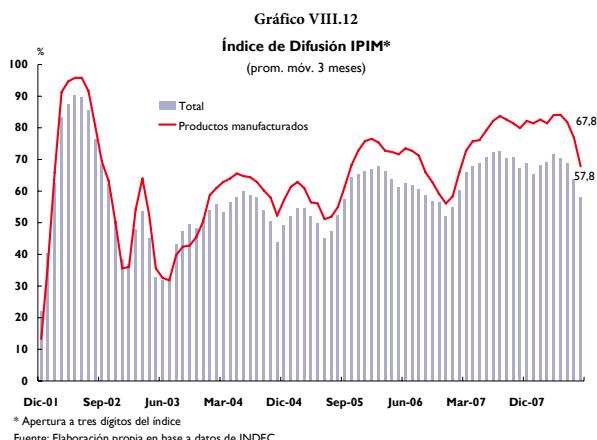
La trayectoria de los precios de las Manufacturas se mantuvo relativamente estable, con una leve desaceleración en el margen, exhibiendo un comportamiento menos volátil que los Productos primarios. Esta moderación se atribuye fundamentalmente a la menor suba de los precios de los Alimentos, y en menor medida a la morigeración de los aumentos de los rubros de Vehículos automotores, carrocerías y repuestos y Productos refinados del petróleo. De todos modos, tanto los Alimentos como los Vehículos automotores, junto con las Sustancias y productos químicos fueron los items con mayor contribución a la variación interanual de los manufacturados. La caída reciente del precio del petróleo le quitaría presión a los precios de productos químicos que lo utilizan como insumo, tal como los fertilizantes, aunque es de esperar que esos precios se mantengan en niveles elevados en los próximos meses dado el rezago natural en el traslado de los precios de los insumos a los precios de los bienes finales. Por otro lado, la trayectoria futura de los precios de las Manufacturas transables también estaría vinculada a la evolución del tipo de cambio nominal (ver Gráficos VIII.10 y VIII.11).



Asimismo, la Energía eléctrica presentó un mayor ritmo de suba (13,8% i.a.) respecto del segundo trimestre obedeciendo a los incrementos en las tarifas eléctricas, aunque resulta inferior al registro de 2007 (23,7% i.a. en diciembre de 2007).

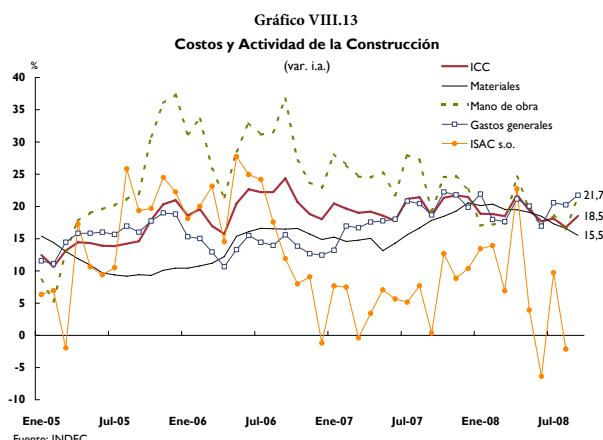
En este contexto, la difusión de las subas de los precios mayoristas evidenció signos de mejora, disminuyendo así el alcance de los aumentos de precios y costos sectoriales (ver Gráfico VIII.12).

VIII.4 Costos de la Construcción



El Índice de Costos de la Construcción (ICC) actualmente también exhibe cierta moderación en su ritmo de suba interanual, que se observa en todos los rubros. Así, los costos de la construcción marcaron un aumento promedio de 17,8% i.a. en el lapso julio-septiembre luego de alcanzar un alza promedio de 19,2% i.a. en el primer semestre del año. Esta moderación se da en un con-

texto de menor crecimiento de la actividad sectorial (ver Gráfico VIII.13 y Sección III).



A nivel desagregado, los costos de la Mano de obra exhibieron un ritmo de suba promedio de 18,8% i.a. en el tercer trimestre, igualando la variación de la primera mitad del año, pero de todos modos representando un menor aumento respecto de los últimos dos años. Esta situación refleja una convergencia entre los componentes de Asalariados y Subcontratados en torno a 19% i.a.. No obstante, en el caso de los Asalariados este ritmo es menor al de años previos mientras que para los Subcontratados este crecimiento es ligeramente superior. De todas formas, el alza de los costos de la Mano de obra resulta inferior al registrado por el Índice de Salarios del INDEC, que aún supera el 20% i.a. (ver Gráfico VIII.14).

Por su parte, el costo de los Materiales también percibe una suavización en su tasa de crecimiento desde comienzos del año, y en el tercer trimestre llegó a 15,5% i.a., la menor variación desde mediados de 2007. Las principales presiones que afectan a este componente provienen del encarecimiento de los ítems con alto componente de *commodities*, como el hierro y los productos de cobre, plomo y estaño, que en el contexto actual podrían comenzar a desacelerarse.

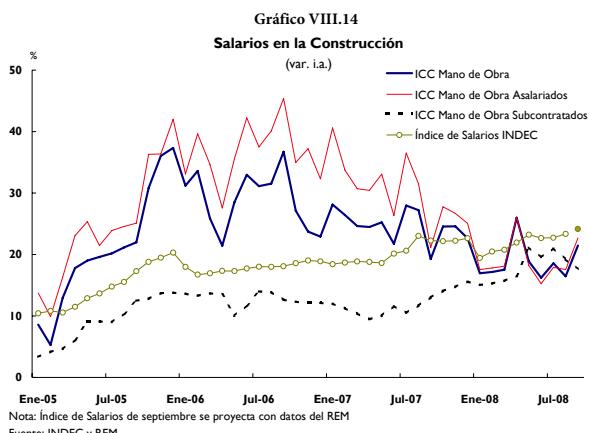
El crecimiento interanual de los Gastos generales es el más volátil y actualmente resulta el componente de subas más pronunciadas (20,9% en promedio en el tercer trimestre), superando al promedio de los últimos doce meses (19,9%).

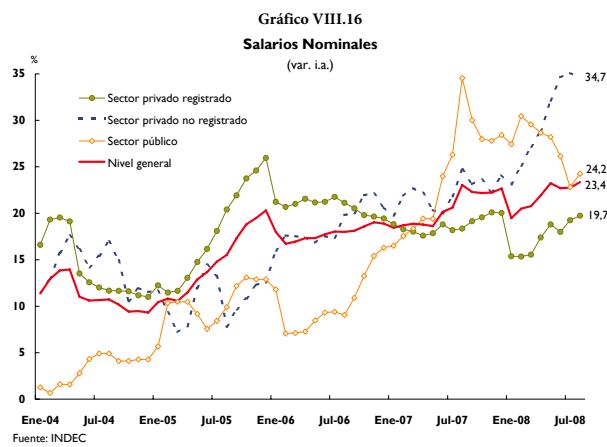
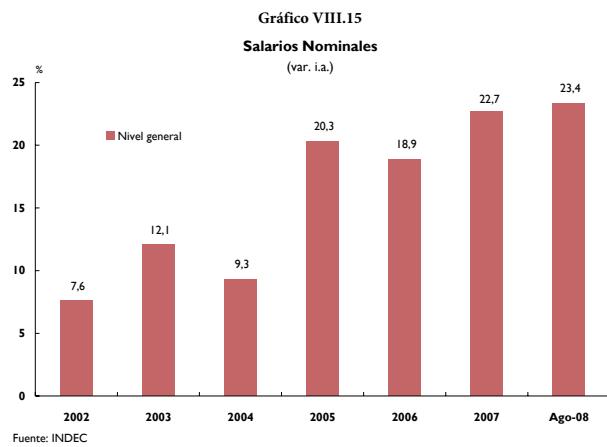
En adelante, el ICC podría incrementarse a un ritmo similar o inferior al de otros precios de la economía, como resultado de cierta moderación esperada en la construcción y la caída en los precios internacionales de las materias primas.

VIII.5 Salarios

Las remuneraciones nominales de la economía continúan mostrando un crecimiento similar al de 2007 (23,4% i.a. en agosto de 2008), a medida que el impulso alcista proveniente del Sector privado no registrado compensa la desaceleración en el ritmo de mejora del Sector registrado, público y privado (ver Gráfico VIII.15).

A diferencia del año pasado, cuando el Sector público presentó las subas más significativas, en 2008 el segmento privado no registrado es el que lidera las mejoras salariales, con una marcada aceleración hasta 34,7% i.a. en agosto. Este comportamiento tendería a compensar el aumento en términos del poder adquisitivo que verifica-





ron ciertos precios de referencia como los de alimentos, componente principal de la canasta de consumo de los empleados de los estratos de ingresos medios y bajos, muchos de ellos informales. Así, en un marco de moderación en los precios de los alimentos se podría prever una suavización de la trayectoria de aumentos salariales de este segmento. Adicionalmente, el debilitamiento de la demanda de trabajo podría fomentar menores subas en el futuro.

Por su parte, las remuneraciones de los empleados públicos exhiben una convergencia hacia el promedio general de la economía en su variación interanual, luego de ir aminorando las subas desde el inicio del año hasta 24,2% i.a. en agosto, quedando así por debajo de la variación de los trabajadores informales, a medida que los principales convenios colectivos (Administración Pública Nacional y las Fuerzas Armadas y de Seguridad) pactaron una suba de 19,5% a cobrar en junio y agosto del presente año, y el incremento dispuesto para los empleados de la provincia de Buenos Aires fue del 13% en agosto. De todos modos, en el acumulado desde 2001, el Sector público es el más rezagado (con una suba acumulada de 122%) respecto de los otros segmentos (alza de 147% en el Sector privado no registrado y de 206% en el registrado).

Por último, los salarios del Sector privado registrado en los últimos meses están mostrando un mayor dinamismo, a medida que van entrando en vigor las subas pactadas en los convenios colectivos del presente año, que en términos generales implicaron mejoras nominales en torno a 20% i.a.. De todos modos, los ocupados de este segmento aún son los que presentan la menor variación acumulada en 2008 (19,7% i.a.), a diferencia de lo sucedido en los años previos, en parte por el impacto de la equiparación de las contribuciones a la seguridad social efectuada en enero de este año (ver Gráfico VIII.16).

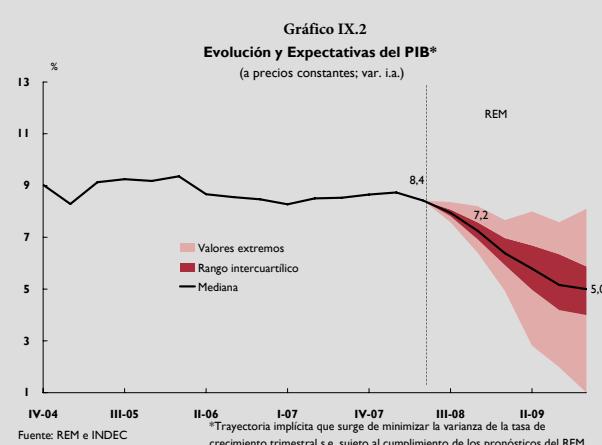
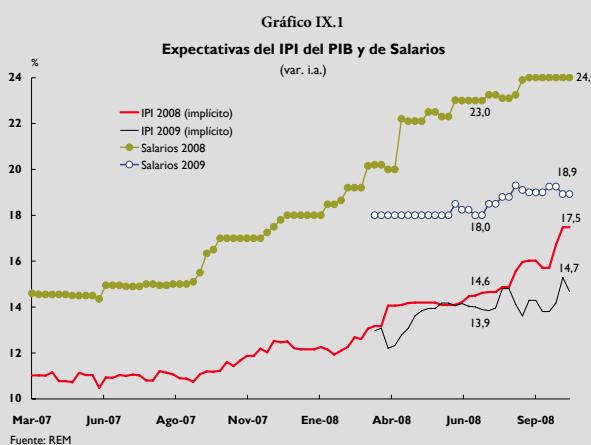
IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

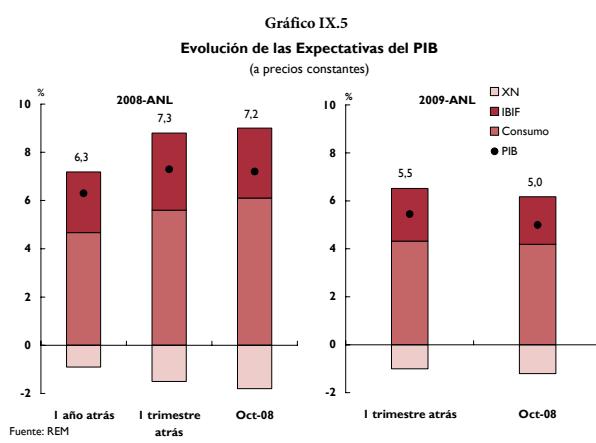
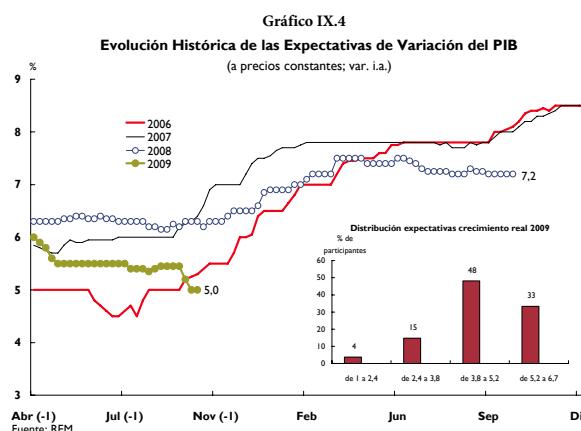
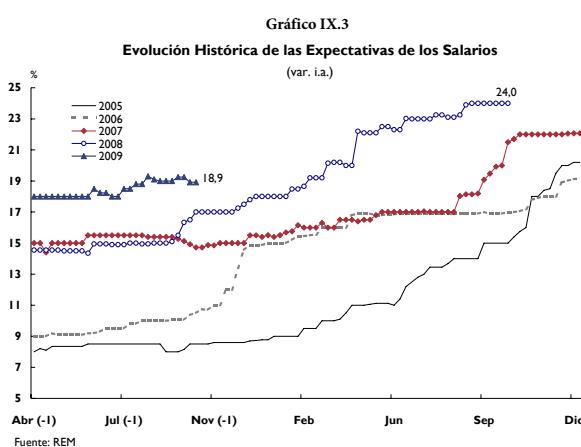
IX.1 Síntesis

Durante el tercer trimestre de 2008, las previsiones de crecimiento real del PIB para 2008 se redujeron 0,1 puntos porcentuales (p.p.) a 7,2%, impulsadas por un menor aporte de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) y un aumento de la contribución negativa de las Exportaciones Netas (XN), que fueron parcialmente contrarrestadas por una mayor contribución del Consumo. Las proyecciones de crecimiento del nivel de actividad para 2009 también se ajustaron a la baja en 0,5 p.p. a 5,0%, debido a un menor aporte de todos los componentes del gasto agregado. Las perspectivas de variación del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB subieron 2,9 p.p. a 17,5% para 2008 y 0,8 p.p. a 14,7% para el próximo año. Por su parte, las expectativas de variación del nivel general del Índice de Salarios aumentaron en torno a 1,0 p.p. a 24,0% para 2008 y 0,9 p.p. a 18,9% para 2009.

Las estimaciones para el presente año de Exportaciones y de Importaciones fueron corregidas al alza, mientras que para el año próximo se revisaron en sentido inverso. Para ambos años las expectativas de ventas al exterior presentaron variaciones de mayor magnitud que las de compras al exterior. De este modo, las previsiones de Balanza Comercial se expandieron a US\$11.700 millones (3,6% del PIB) para 2008, y se redujeron a US\$5.700 millones (1,5% del PIB) para 2009. Las expectativas del stock de Reservas Internacionales cayeron US\$6.500 millones y US\$11.600 millones a US\$47.600 millones y a US\$50.100 millones para 2008 y 2009, respectivamente.

Las tasas de interés proyectadas para fines de 2008 y 2009 exhibieron aumentos, con excepción de la BADLAR que registró una disminución en sus pronósticos, comportamiento que se explica por las sucesivas subas que registró la variable en sus estimaciones anuales durante los meses de mayo y junio pasados. Si bien las expectativas de Depósitos y Préstamos del Sector Privado no Financiero en términos del PIB fueron reducidas, las correspondientes a los préstamos todavía se encuentran por encima de los niveles registrados en 2007. Asimismo, las estimaciones del Agregado Monetario M2 para 2008 cayeron a \$169.600 millones (implicando una variación interanual de 16,4%), manteniéndose dentro de las bandas estipuladas en el Programa Monetario 2008 (PM 08). Los pronósticos de Tipo de Cambio Nominal aumentaron a 3,24 \$/US\$ para 2008 y a 3,43\$/US\$ para 2009.





IX.2 Evolución y Principales Resultados²⁷

Durante el tercer trimestre, la variación estimada del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB²⁸ para 2008 ascendió 2,9 puntos porcentuales (p.p.) a 17,5%, mientras que las proyecciones para 2009 se incrementaron 0,8 p.p. a 14,7%. Los desvíos estándar de las perspectivas individuales (3,0% para ambos años) superan las dispersiones observadas en septiembre de 2007 para horizontes de pronóstico similares (en torno a 1,6%), 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).

Asimismo, la mediana de las predicciones de variación del Índice de Salarios para 2008 aumentó 1,0 p.p. a 24,0% y 0,9 p.p. a 18,9% para 2009. Por su parte, las expectativas de Tasa de Desocupación registraron un incremento de 0,3 p.p. a 7,3% para el corriente año, con ajustes en la mayoría de las semanas transcurridas desde el trimestre pasado, variable que no registraba aumentos desde septiembre de 2007, y se observó un leve ajuste en igual sentido de 0,1 p.p. a 7,0% para 2009 (ver Gráfico IX.3).

En septiembre se conocieron los datos del PIB correspondientes al segundo trimestre de 2008, que superaron en 0,1 p.p. las expectativas de un trimestre atrás. En tanto, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) registró una variación inferior a la proyectada por el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), mientras que el último dato conocido del Consumo²⁹ creció 2,3 p.p. más de lo que se esperaba en junio pasado. En este contexto, las perspectivas de crecimiento del Producto se redujeron 0,1 p.p. a 7,2% debido a un menor aporte de la IBIF y a una mayor contribución negativa de las Exportaciones Netas (XN), que fueron parcialmente contrarrestadas por un mayor aporte del Consumo. En tanto, para 2009 se espera una mayor desaceleración en la tasa de crecimiento, dado que las proyecciones incluidas en el relevamiento registraron una caída de 0,5 p.p. a 5,0%, impulsada por una menor contribución de todos los componentes del gasto agregado (ver Gráficos IX.2, IX.4 y IX.5).

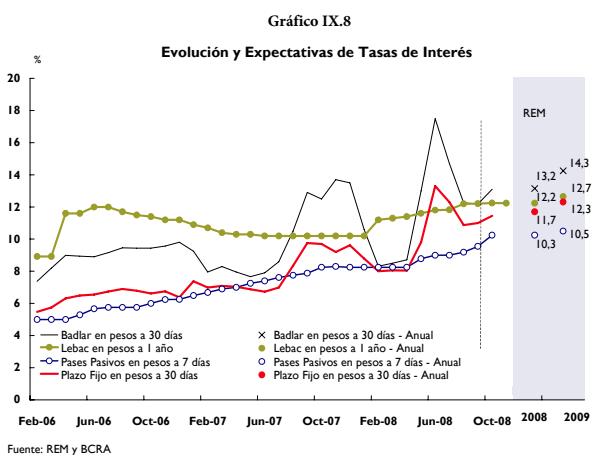
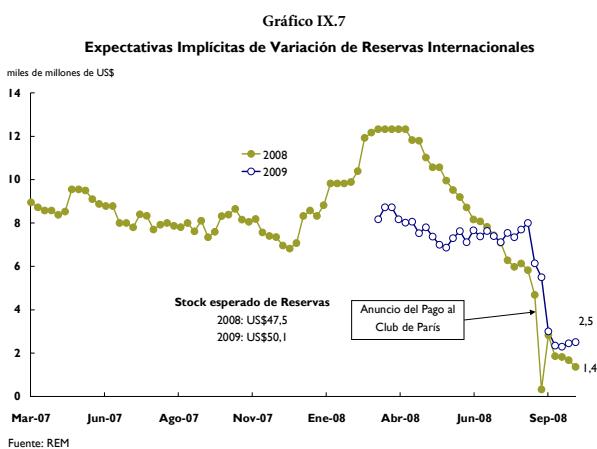
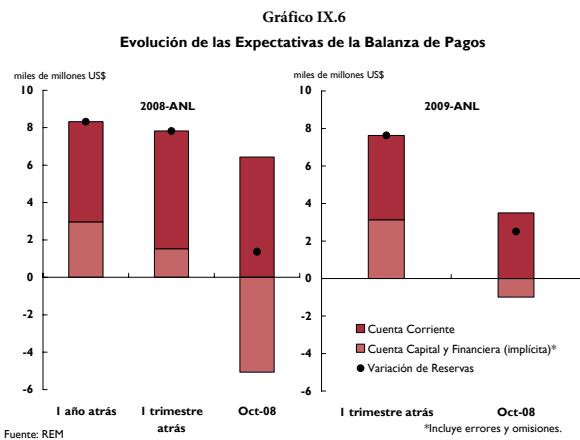
En términos desestacionalizados³⁰ (s.e.), el PIB aumentaría según el REM 1,6% en promedio trimestral en el tercero y en el cuarto trimestre, impulsado por tasas de crecimiento de 0,7% s.e. del Consumo y de 2,5% s.e. de la IBIF. En este sentido, el REM espera en el segundo se-

²⁷ Corresponde a la semana estadística 280 finalizada el 8 de octubre de 2008.

²⁸ Estimación implícita en las proyecciones de PIB, no relevada directamente.

²⁹ Incluye el Consumo Privado, Consumo Público, Discrepancia Estadística y Variación de Existencias.

³⁰ Estimación implícita, considerando los coeficientes de estacionalidad de los últimos dos años. La expectativa para el cuarto trimestre se obtiene a partir la proyección anual.



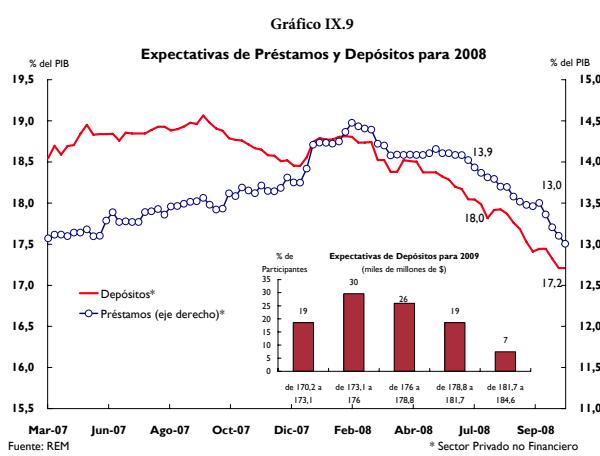
mestre una variación interanual de la IBIF superior a la observada en los primeros seis meses del año. No obstante, el crecimiento trimestral desestacionalizado sería inferior al registrado en igual período de 2007. De verificarse lo estimado por los participantes, el crecimiento del PIB previsto para 2008 dejaría un arrastre estadístico de 2,4 p.p. para 2009, por debajo de lo previsto para años anteriores.

Las proyecciones del Estimador Mensual Industrial (EMI) para 2008 fueron también ajustadas a la baja previéndose un crecimiento interanual de 6,3%, e implicando una disminución de 0,7 p.p. en comparación con un trimestre atrás y una desaceleración de 1,2 p.p. respecto del año anterior. Para 2009 los participantes esperan que continúe desacelerándose la actividad industrial al estimar un alza de 5,0%.

En los últimos tres meses las expectativas de Exportaciones e Importaciones para 2008 fueron nuevamente revisadas al alza, evidenciando las ventas externas un mayor aumento que las compras. En este sentido, se espera que las Exportaciones alcancen un total de US\$72.700 (30,0% i.a.), mientras que las Importaciones totalizarían US\$61.000 millones (36,2% i.a.). Así, la estimación del saldo de la Balanza Comercial para 2008 se ubicó en US\$11.700 millones (3,6% del PIB). En tanto, para 2009 el saldo proyectado de la Balanza Comercial ascendió a US\$5.700 millones (1,5% del PIB). Dado que, implícitamente, los pronósticos del REM durante el tercer trimestre implicaron mayores niveles de XN negativas a precios constantes, el alza en el saldo estimado de la Balanza Comercial para 2008 respondería a la previsión de una mejora en los Términos del Intercambio. Por otra parte, el saldo esperado de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos se mantuvo estable en US\$6.400 millones (2,0% del PIB) para 2008 y descendió a US\$3.500 millones (0,9% del PIB) para 2009 (ver Gráfico IX.6).

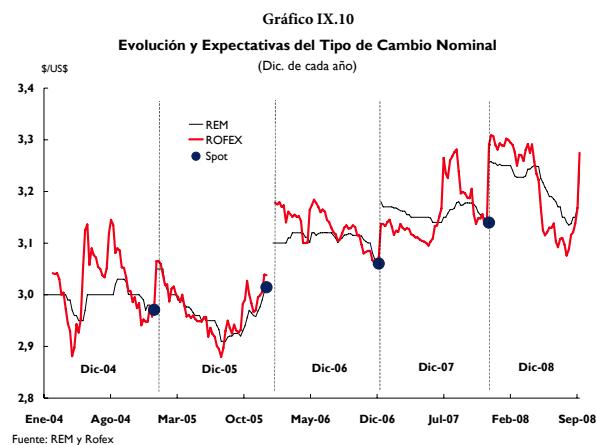
La expectativa del *stock* de Reservas Internacionales disminuyó para 2008 en US\$6.500 millones a US\$47.600 millones, y en US\$11.600 millones a US\$50.100 millones para 2009 (ver Gráfico IX.7).

En un contexto de profundización de las turbulencias en los mercados financieros internacionales, las expectativas de tasas de interés para 2008 y 2009 aumentaron, con excepción de la tasa BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate) que se redujo para ambos períodos. Este comportamiento responde a que en el trimestre previo, con la intensificación de las volatilidades financieras de mayo y junio pasado, se registraron incrementos consecutivos en sus proyecciones anuales, a diferen-



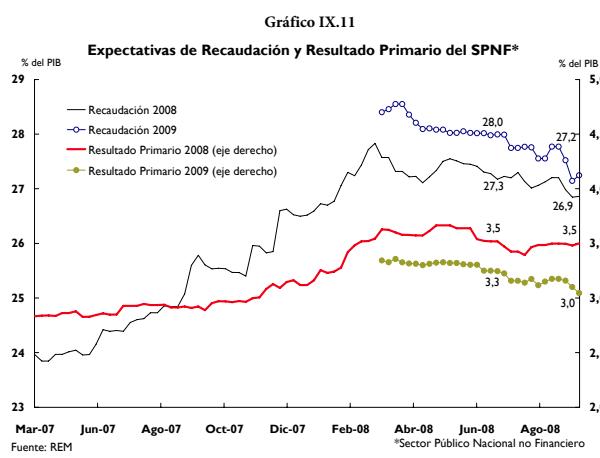
cia de lo sucedido con el resto de las tasas de interés relevadas (ver Gráfico IX.8).

Las previsiones de Depósitos Totales del Sector Privado no Financiero fueron corregidas a la baja, disminuyendo 0,8 p.p. del Producto a 17,2% para 2008 y 0,9 p.p. a 16,9% del PIB para 2009. De este modo, el REM prevé una disminución de los Depósitos en términos del Producto respecto de los registros de 2007. Similar comportamiento siguieron las expectativas de Préstamos Totales al Sector Privado no Financiero. No obstante, en términos del Producto, las proyecciones de préstamos aún se mantienen levemente por encima de los registros de 2007 (ver Gráfico IX.9).



La mediana de las estimaciones del Agregado Monetario M2 para ambos años fue revisada a la baja. En efecto, la estimación para 2008 disminuyó a \$169.600 millones. El 85% de los pronósticos se situó dentro de las bandas estipuladas en el Programa Monetario 2008 (PM 08), mientras que el 15% restante se ubicó por debajo de la banda inferior del PM 08. Para 2009 se espera que esta variable alcance los \$201.700 millones. De este modo, la variación interanual alcanzaría 16,4% para 2008 y 18,9% para 2009, en ambos casos por debajo del crecimiento estimado del PIB a precios corrientes³¹.

Los pronósticos del Tipo de Cambio Nominal se corrigieron al alza para ambos años. En efecto, para 2008 se prevé que el Tipo de Cambio Nominal ronde los 3,24\$/US\$, levemente por debajo de las cotizaciones del mercado de futuros, mientras que para 2009 el REM considera que dicha variable se ubicará en 3,43\$/US\$ (ver Gráfico IX.10).



La mediana de las expectativas de Recaudación Tributaria Nacional aumentó a \$274.700 millones (26,9% del PIB) para 2008 y creció a \$335.500 millones (27,2% del PIB) para el año siguiente. Si bien en términos de PIB la recaudación todavía se mantiene por encima de los niveles de 2007, la proyección de la presión tributaria evidenció una caída respecto al trimestre previo. Por su parte, las expectativas del Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) aumentaron ligeramente para 2008 a \$35.800 millones (3,5% del PIB), en tanto se redujeron a \$37.500 millones (3,0% del PIB) para 2009, ubicándose esta última por debajo de lo establecido en el Proyecto de Presupuesto Nacional 2009 (3,27% del PIB; ver Gráfico IX.11).

³¹ Se compara la variación interanual punta (dic./dic.) del Agregado Monetario M2 y la variación interanual promedio del PIB corriente.

Resultados del REM. Septiembre 2008

1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2009-AGO			2008-AGO			2009-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvio	Promedio	Mediana	Desvio	Promedio	Mediana	Desvio
IPC: var. 12 meses; en %	9,8	9,4	1,4						
VARIABLES	2008-AGO			2008-SEP			2008-OCT		
Precios	Promedio	Mediana	Desvio	Promedio	Mediana	Desvio	Promedio	Mediana	Desvio
IPC: var. mensual; en %				0,6	0,6	0,1	0,7	0,6	0,1
IPC: var. interanual implícita; en % ¹				8,9			8,8		
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)									
Índice de Salarios Nivel General; var. mensual; en %	2,3	2,23	0,40	1,95	2,00	0,27			
Monetarias y Financieras									
Agregado Monetario M2 (\$); promedio mensual; en mil. de \$				181.809	182.595	1.671	163.256	163.700	1.892
Depositos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$	166.975	166.932	505	168.878	168.752	1.039			
Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$	124.200	124.050	1.183	126.540	126.078	1.710			
Tasa de interés: plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %	10,9	11,0	0,4	11,5	11,5	0,7			
Tasa de interés: Letac en \$ a un año (promedio mensual); en %				12,3	12,3	0,3	12,3	12,2	0,4
Tasa de interés: Pasos Pasivos en \$ a 7 días; en %	9,6	9,6	0,4	10,2	10,3	0,7			
Tasa de interés: BANGLA; promedio mensual de bco's priv. a 30 días; en %	12,3	12,2	0,4	13,1	13,1	0,7			
Tipo de Cambio Nominal; promedio mensual; \$US\$/Actividad Económica				3,19	3,21	0,05	3,22	3,23	0,07
EIMAE; var. interanual; en %	6,9	7,0	0,8	7,1	7,3	0,7			
EIMI; var. interanual; en %				5,8	6,0	1,1	5,6	5,8	1,2
Sector Externo									
Exportaciones; en mil. de us\$				6.724	6.753	325	6.688	6.658	443
Importaciones; en mil. de us\$				5.341	5.350	244	5.589	5.600	276
Fiscales									
Recaudación Tributaria Nacional; en mill. de \$					23.989	24.050	840	24.601	24.800
Resultado Primario del SPNF; en mil. de \$				3.502	3.532	552	3.000	698	

2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES	2008-TR3			2008-TR4			2009-TR1			2009-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvio	Promedio	Mediana	Desvio	Promedio	Mediana	Desvio	Promedio	Mediana	Desvio
Actividad Económica												
PIB a precios constantes; variación interanual; en %	7,0	7,0	0,7	6,4	6,4	1,0				7,1	7,2	0,6
PIB a precios constantes; en mil. de \$ interanual; en %										1.012.847	1.022.722	46.693
Consumo Total a precios constantes; variación interanual; en %	7,3	7,4	0,8	6,9	7,0	1,1				7,8	7,9	0,6
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes; variación interanual; en %	11,6	10,8	2,8	10,2	9,5	3,2				13,5	13,0	2,1
Tasa de desocupación; en %	7,6	7,7	0,3							7,3	7,3	0,3
Sector Externo												
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mil. de U\$S	1986,0	2.000	993	1.590	1.500	583				6.380	6.433	1.431
Reservas Internacionales; fin de período; en mil. de U\$S							47.375	2.990	48.068	47.543	3.352	51.912

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

AIP: Aglomerados del Interior del País

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

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

BNDES: Banco de Desarrollo de Brasil

BODEN: Bonos del Estado Nacional

BOGAR: Bono Garantizado

BoJ: Banco de Japón

BONAR: Bono de la Nación Argentina en pesos

Bovespa: Bolsa de Valores del Estado de San Pablo

CAFCI: Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión

CBA: Canasta Básica Alimentaria

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)

CFI: Coparticipación Federal de Impuestos

CIF: *Cost of Insurance and Freight*

CNV: Comisión Nacional de Valores

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

DESCUENTO: Colocaciones directas a la Administración Nacional de Seguridad Social

DJ: Índice bursátil Dow Jones

DJVE: Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior

DPN: Deuda Pública Nacional

EDP: Equipo durable de producción

EE.UU.: Estados Unidos

EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index*

EMI: Estimador Mensual Industrial

ENARSA: Energía Argentina S.A.

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

FHA: *Federal Housing Administration*

FDIC: *Federal Deposit Insurance Corporation*

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

GBP: *Great Britain Pound*

ha: Hectárea

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

i.a.: Interanual

IBGE: Instituto Brasílico 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

IERIC: Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción

IGA: Indicador General de Actividad

IGBVL: Índice General de la Bolsa de Valores de Lima

IGC: Consejo Internacional de Granos

IGPA: Índice General de Precios de Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

IPC: Índice de Precios al Consumidor
IPC GBA: Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires
IPC Interior: Índice de Precios al Consumidor del Interior del país
IPC Nacional: Índice de Precios al Consumidor Nacional
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
IVF: Índice de volumen físico
LATAM: Latinoamérica
LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)
LFCF: *Latin Focus Consensus Forecast*
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*: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$
Merval: Mercado de Valores de Buenos Aires
MEyP: Ministerio de Economía y Producción
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)
NDF: *Non-Deliverable Forward*
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
PJyJH: Plan Jefas y Jefes de Hogar
PM 2008: Programa Monetario 2008
PMI: *Purchasing Managers Index* (Índice de Gerentes de Compras)
PP: Productos primarios
PPN-09: Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2009
Prom.: Promedio
Prom. móv.: Promedio móvil
REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado
Repo: tasa de interés de referencia del Banco de Inglaterra
RFE: Resultado Fiscal Estructural
ROE: Registro de Operaciones de Exportación
Rofex: *Rosario Futures Exchange*
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)
Selic: Sistema Especial de Liquidação e de Custodia (tasa de interés de referencia del BCB)
SIJyP: Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones
SPNF: Sector Público Nacional no Financiero
TAF: *Term Auction Facilities*
TARP: *Troubled Asset Relief Program*
TCN: Tipo de cambio nominal

TCR: Tipo de cambio real

TED: Tasa efectiva diaria

TI: Términos del Intercambio

TN: Tesoro Nacional

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

VIX: Índice de Volatilidad del Chicago Board Options Exchange

WTI: *West Texas Intermediate*

XN: Exportaciones Netas