Boletín Informativo Techint

337

ISSN: 0497-0292

Ene | Abr 2012

_ **10º Aniversario del programa ProPymes. Diez años haciendo industria en la Argentina**

_ **Regulaciones financieras y macroeconomía en la post crisis: la reconstrucción del sistema bancario argentino en los años 2000** Mario Damill, Roberto Frenkel y Lucio M. Simpson

_ **Adiós represión, bienvenida profundización: anatomía de un *boom* financiero.** Joao Manoel P. de Mello y Marcio G.P. García

_ **La integración de México a la economía mundial y el reto chino.** José Ernesto López Córdoba y Jaime Zabludovsky K.

_ **El mercado laboral, el estado y la dinámica de la desigualdad en América Latina: la Argentina, Brasil y México** Nora Lustig y Luis Felipe López-Calva

_ **Anexos estadísticos**



Boletín Informativo Techint

ISSN: 0497-0292

337

Ene | Abr 2012



Director Responsable
Guillermo Horacio Hang

Comité Editorial
Guillermo Horacio Hang
Luis Betnaza
Carlos Franck
Pierluigi Molajoni
Susana Szapiro

Consejo Académico Asesor
Patrizio Bianchi
Vicente Donato
Jorge Forteza
Bernardo Kosacoff
Beatriz Nofal
Fabrizio Onida
Jaime Serra Puche
José María Fanelli

El Boletín Informativo Techint es una iniciativa de la Organización Techint cuya finalidad es el fomento de la actividad industrial en América Latina a través de la información, el análisis, la discusión, de los temas que están relacionados con el desarrollo económico y la actividad productiva en la región y en el exterior. Las opiniones que se encuentran expresadas en el Boletín Informativo son las de los autores de los artículos, y no reflejan necesariamente las de la Organización Techint.

The Boletín Informativo Techint is a publication of the Techint Group aimed at encouraging industrial activity in Latin American countries through information, analysis and discusion of any subject related to economic and industrial development in the region. The opinions found in the Boletín Informativo reflect exclusively those of the authors of the articles, and do not reflect necessarily the opinions of the Techint Group.

Boletín Informativo Techint
Publicación propiedad de Techint, Compañía Técnica Internacional S.A.C. e I. realizada con la contribución de Tenaris, Ternium, Santa María y Tecpetrol.
Registro Nacional de la Propiedad Intelectual Nº 1.226.043. Hecho el depósito que marca la Ley Nº 11.723.
Se permite la reproducción total o parcial de este Boletín, previa autorización del responsable, citando la fuente.

C.M. Della Paolera 297/9, C1001ADA, Buenos Aires, Argentina
Tel. 4018 5500, Fax 4018 5636, baibni@techint.net | baimir@techint.net
En la dirección de Internet **www.boletintechint.com** puede accederse a los artículos del Boletín Informativo Techint.

Boletín Informativo Techint 337
Ene | Abr 2012

[p. 5] **10° Aniversario del programa ProPymes.**
Diez años haciendo industria en la Argentina
10th Anniversary of the ProPymes Program
(Small and Medium-Sized Enterprises Program).
Ten years generating industrial activity in Argentina

[p. 17] **Regulaciones financieras y macroeconomía en la post crisis:**
la reconstrucción del sistema bancario argentino en los años 2000
Mario Damill, Roberto Frenkel y Lucio M. Simpson
Los autores analizan la evolución financiera de la Argentina con posterioridad a la crisis de 2001-2002 y los cambios en la normativa financiera compatibles con el paso de un régimen de convertibilidad a uno de tipo de cambio flotante.

Financial regulations and macroeconomics in the post-crisis environment:
reconstruction of Argentina's banking system in the 2000s
Mario Damill, Roberto Frenkel y Lucio M. Simpson
The authors analyse the financial evolution in Argentina after the 2001-2002 crisis as well as changes in financial regulations in line with the transition from convertibility to a floating exchange rate.

[p. 57] **Adiós represión, bienvenida profundización: anatomía de un *boom* financiero**
Joao Manoel P. de Mello y Marcio G.P. García
En este trabajo se describe el proceso de *maduración* del sistema financiero brasileño luego del Plan Real y se formulan hipótesis de por qué esta vez el boom no se ha transformado en colapso.

Bye, bye financial repression, hello financial deepening:
the anatomy of a financial boom
Joao Manoel P. de Mello y Marcio G.P. García
This work describes the *maturity* process of the Brazilian financial system after the Real Plan and some hypotheses are raised on why this time the financial boom has not turned into a financial crash.

[p. 89] **La integración de México a la economía mundial y el reto chino**
José Ernesto López Córdoba y Jaime Zabludovsky K.
En este artículo se analiza el proceso de apertura de la economía mexicana tras la firma del TLCAN, los efectos sobre la misma de la incorporación de China a la OMC y el desafío que implica la reciente crisis internacional.

Mexico's integration into the global economy and the Chinese challenge
José Ernesto López Córdoba y Jaime Zabludovsky K.
This article analyses the integration process of the Mexican economy after entering into the NAFTA, the impact of China's accession in the WTO and the challenges imposed by the recent international crisis.

[p. 101] **El mercado laboral, el estado y la dinámica de la desigualdad en América Latina: la Argentina, Brasil y México**
Nora Lustig y Luis Felipe López-Calva
Este trabajo se focaliza en la mejora observada en la distribución del ingreso en los 2000 en los tres países y en el rol que jugaron tanto las fuerzas del mercado como las políticas públicas en pos de la reducción de la desigualdad.

Labor market, the State and dynamics of inequality in Latin America: Argentina, Brazil and Mexico.
Nora Lustig y Luis Felipe López-Calva
This article examines the improvement of income distribution in the 2000s in the three countries and the role played by market forces as well as public policies aimed at reducing inequality.

[p. 177] **Anexos estadísticos**
Statistical Appendix

10º ANIVERSARIO
DEL PROGRAMA PROPYMES

Diez años haciendo industria en la Argentina



PROPYMES

El compromiso de Techint
con su cadena de valor



"Tengo la convicción de que con nuestros clientes y proveedores tenemos la posibilidad de salir al mundo con más fuerza, con más capacidad de incorporar tecnología y de desarrollar los niveles de calidad necesarios para poder llegar a competir en el mundo (...) Empezamos a sentir indicios de reactivación, hay elementos muy positivos en las variables clave de la economía. Hay una situación de competitividad del tejido industrial que hace posible una visión cooperativa."

PAOLO ROCCA, 19 DE DICIEMBRE DE 2002, HOTEL HILTON
Lanzamiento del programa ProPymes

PROPYMES, EL COMPROMISO DE TECHINT CON SU CADENA DE VALOR

Asociarse para crecer, compartir para ganar

Era diciembre de 2002 y, si bien la Argentina estaba saliendo de una crisis sin precedentes, se avizoraba la posibilidad de reconstruir el tejido industrial nacional potenciando la competitividad de las pequeñas y medianas empresas. Con la convicción de que una empresa siderúrgica sólo puede crecer si sus clientes y proveedores la acompañan, Techint decidió lanzar un programa corporativo para ayudar a las pymes vinculadas a su cadena de valor, a través de recursos, herramientas y acciones. Así nació ProPymes, con el desafío de fortalecer a las pymes y promover su desarrollo en el largo plazo.

Hace diez años Techint y sus empresas asociadas sellaban un compromiso común: el de trabajar en conjunto por el desarrollo industrial y la recomposición productiva. ProPymes se funda como un programa de cooperación que genera beneficios recíprocos, un accionar *win-win* que retroalimenta el crecimiento y la sustentabilidad de la gran empresa junto a sus pymes asociadas.

Entre sus objetivos principales, el programa nació **para mejorar la gestión de las empresas vinculadas, potenciar su inversión productiva, promover su capacidad exportadora y fomentar la sustitución eficiente de las importaciones.**

Comenzaba entonces el recorrido del programa ProPymes, reconociendo la importancia de las pymes que ya en esa época representaban el 99% del sector empresarial, generaban el 73% del empleo y aportaban el 57% del Producto Bruto Interno[1].

ProPymes institucionalizó una serie de iniciativas que se venían realizando para mejorar la competitividad de las pymes, a través de acciones concretas. Se consolida como canal a través del cual la gran empresa transfiere, comparte y genera aprendizajes, fortaleciendo la asociatividad con las empresas vinculadas.

En sus inicios, ProPymes arrancó con 165 pymes. **Hoy, son 640 pymes clientes de Ternium y Tenaris y proveedoras de Exiros y Tecpetrol las que integran el programa.** Se trata principalmente de empresas del sector metalmecánico, actividad económica que impacta directamente en el desarrollo del tejido industrial argentino.

Los resultados del programa son más que satisfactorios. Si tomamos una muestra de 60 pymes clientes y proveedoras que estuvieron desde los inicios de ProPymes, vemos que pasaron de facturar u$s 487 millones en 2004 (un par de años después del punto más profundo de la crisis) a u$s 1.670 millones en 2011. Y el mismo crecimiento se destaca en la inversión, las exportaciones y el empleo.

1 *Censo Nacional Económico 1993.*

EVOLUCIÓN DE LA FACTURACIÓN, EXPORTACIONES, INVERSIONES Y DOTACIÓN, DESDE 2004 A 2011, EN 60 PYMES CLIENTES Y PROVEEDORAS INTEGRANTES DE PROPYMES

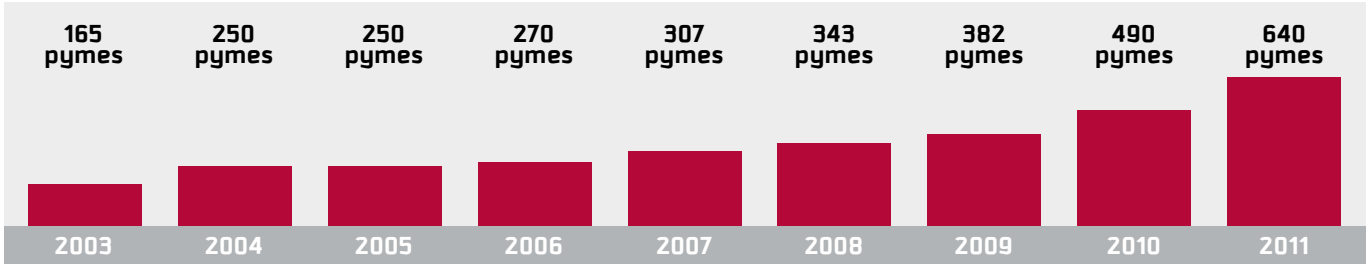
		2004	2011	Incremento
Facturación	MMu$s	487	1.670	243%
Exportaciones	MMu$s	36	142	291%
Inversiones	MMu$s	24	99	319%
Dotación	Empleados	4.942	11.635	135%

Empresarios pyme durante el Programa de Desarrollo de Familias Dueñas de Pymes, organizado por ProPymes y el IAE-Universidad Austral.



En diciembre de 2011 el programa cumplió diez años de trabajo ininterrumpido. Diez años de historia compartida, con una iniciativa que nació para enfrentar en conjunto un contexto complejo amenazado por la crisis y se fue transformando en una manera de hacer industria, en un componente esencial de la cultura industrial de Techint en el país y en el mundo.

CANTIDAD DE PYMES QUE FUERON INTEGRANDO EL PROGRAMA DESDE SUS INICIOS HASTA 2011



LÍNEAS DE ACCIÓN PARA UN RECORRIDO DE CRECIMIENTO

Gestionar, capacitar, invertir, vender y exportar

"EN PROPYMES ENCONTRAMOS UNA RESPUESTA PARA CADA NECESIDAD Y UN ESPACIO DONDE ABORDAR INQUIETUDES. EN CADA ACTIVIDAD, PERCIBIMOS LA FLEXIBILIDAD ORIENTADA A BUSCAR ALTERNATIVAS PARA LO QUE NECESITAMOS".

ROSANA CORDERO
SOCIA GERENTE DE ESTEBAN CORDERO, PYME CLIENTE DE TERNIUM

Las acciones de ProPymes fueron cambiando en el transcurso de los años, siempre teniendo en cuenta las necesidades de las empresas y el contexto económico. La elasticidad del programa ha permitido singularizar las propuestas y brindar respuestas a las demandas específicas de un mercado en transformación permanente.

ProPymes desarrolla acciones en cinco áreas clave: Gestión Industrial, Capacitación y Recursos Humanos, Financiera, Comercial e Institucional. Entre las principales acciones se destacan:

GESTIÓN INDUSTRIAL

- Asistencia industrial a pymes clientes.
- Asesoramiento, definición y seguimiento de planes de mejora en materia de higiene, seguridad, medio ambiente y sistemas informáticos.
- Pasantías rentadas de alumnos de universidades nacionales en pymes clientes.
- Asistencia para el desarrollo de nuevos productos en el Centro de Investigación Industrial de Tenaris en la Argentina.
- Consultoría en Sistemas de Gestión de Calidad, Seguridad y Medio Ambiente.
- Asesoramiento y financiación para procesos de certificación de normas de calidad ISO 9001, seguridad OSHAS 18001 y medio ambiente ISO 14000.

CAPACITACIÓN Y RECURSOS HUMANOS

- Capacitación de pymes clientes y proveedoras a través del Programa de Capacitación ProPymes, dirigido a directivos, mandos medios y operarios.
- Cursos en diferentes zonas productivas del país, en las instalaciones de las pymes y en centros de capacitación especializados.
- Asistencia en gestión de recursos humanos.
- Visitas a plantas industriales del Grupo Techint para transferir conocimiento en procesos y productos.

APOYO FINANCIERO

- Promoción de inversiones a través de créditos a pymes con el objetivo de mejorar la productividad, ampliar la capacidad instalada, adquirir bienes de capital y modernizar equipamiento.

ASISTENCIA COMERCIAL

- Organización de misiones internacionales para identificar oportunidades comerciales.
- Apoyo a la inserción en nuevos mercados, tanto a nivel local como internacional, a través del desarrollo conjunto de nuevos productos.
- Acceso a la red de oficinas globales del Grupo Techint para viabilizar ventajas logísticas y contactos comerciales.

AYUDA INSTITUCIONAL

- Contactos y articulación en red con entidades sectoriales, cámaras empresarias binacionales, bancos públicos y organismos de Gobierno.
- Asesoramiento legal en la defensa de pymes en casos de prácticas desleales de comercio exterior, y en temáticas de propiedad intelectual y gestión de patentes para nuevos productos.
- Estudios académicos que permiten planificar acciones a futuro.

Planta industrial de Ingeniería Prodol (Escobar, Provincia de Buenos Aires), actualmente mejorando aspectos técnicos de su producción junto a ProPymes.



NÚMEROS DESTACADOS DEL PROGRAMA

640 pymes clientes y proveedoras integran ProPymes

4.800 personas capacitadas a través del Programa de Capacitación ProPymes

43 millones de dólares otorgados por Ternium para fomentar inversiones de pymes clientes

110 pasantías en pymes clientes

20 pymes asesoradas por Tenaris para obtener financiamiento FONTAR

280 diagnósticos y asistencias en gestión industrial

360 empresarios participaron en misiones comerciales

108 millones de dólares exportados por proveedores argentinos de Exiros a empresas Techint en el mundo

64 pymes de Tecpetrol participaron del Programa de Fortalecimiento Empresarial

DIEZ AÑOS DE HISTORIA COMPARTIDA

Los hitos del recorrido: Lanzamiento, consolidación y expansión

En estos diez años, es posible reconocer cuatro tramos en el desarrollo del programa.

En la etapa de lanzamiento (2002-2003), las acciones se concentraron en la selección de las pymes participantes y en el diagnóstico sobre las necesidades y oportunidades de esas empresas. Asimismo, el programa se focalizó en la promoción de exportaciones y sustitución eficiente de importaciones, adaptándose a la coyuntura postdevaluación.

Entre 2004 y 2008, se desarrolla el segundo tramo de expansión del programa. ProPymes se concentra entonces en la financiación de inversiones productivas, en brindar apoyo en gestión industrial y en la promoción de negociaciones comerciales con diferentes regiones. También es la etapa de lanzamiento del Plan de Capacitación, dirigido a directivos, mandos medios y operarios.

Entre 2009 y 2010, ProPymes enfrenta el desafío de gestionar en tiempos de crisis económica internacional. En ese marco, dirige sus esfuerzos a profundizar la financiación de inversiones, realizar acciones conjuntas para combatir el comercio desleal, y ampliar las asistencias en Recursos Humanos y Sistemas.

En 2011, ProPymes emprende una etapa de consolidación. Fortalece el Plan de Capacitación, incorpora nuevos ejes de apoyo a las pymes en Higiene, Seguridad, Logística y Medio Ambiente, y continúa con las otras acciones del programa, ampliando la interacción con la cadena de valor.

Para este año, el programa apunta a seguir creciendo, focalizándose en las actividades de capacitación, la asistencia financiera, la consolidación de los ejes de Recursos Humanos, Sistemas, Seguridad y Logística, y el apoyo en la defensa del mercado frente a prácticas desleales de comercio internacional.

LÍNEA DE TIEMPO

2002/2003
Lanzamiento

Lanzamiento del programa y selección de pymes piloto clientes de Ternium Siderar y Tenaris, y proveedoras de Exiros.

Mapeo de necesidades de las pymes.

Sistematización de líneas de acción.

2004/2008
Expansión

Misiones comerciales.

Financiación de inversiones productivas.

Apoyo en gestión industrial.

Lanzamiento del Plan de Capacitación para directivos, mandos medios y operarios.

Se suman proveedores de Tecpetrol a ProPymes en la Argentina.

Internacionalización del programa a Venezuela (2004) y México (2006).

2009/2010
Gestión de crisis

Profundización de financiación de inversiones.

Acciones conjuntas para combatir el comercio desleal.

Estímulo para invertir en capacitación y gestión industrial.

Nuevas asistencias en Recursos Humanos y Sistemas.

2011
Consolidación y aniversario

Fortalecimiento del Plan de Capacitación: Ciclo de Derecho Laboral y nuevo programa del IAE sobre Desarrollo de Familias Dueñas de Pymes.

Incorporación de nuevos ejes de apoyo a las pymes: Higiene, Seguridad y Logística.

Planes de mejora y asesoramiento en Medio Ambiente.

SER UNA PYME EN LA ARGENTINA

Flexibilidad, creatividad y profesionalismo

En la Argentina, actualmente las pymes representan el 70% del empleo, el 53% del valor agregado y el 10,7% de las exportaciones[2]; es decir, tienen gran peso en la actividad industrial y son un actor central en el desarrollo productivo que contribuye a la generación de innovación, al crecimiento de las economías regionales, la movilidad social y la mejor distribución del ingreso.

Muchas pymes surgen como proyecto familiar. Las familias dueñas aportan un elemento diferencial, ya que están dispuestas a realizar esfuerzos importantes por sacar adelante a su industria. Deseos y voluntad coinciden y proporcionan la fuerza motriz para construir los cimientos de la empresa. Y esos cimientos componen la materia prima indispensable para que las pymes puedan emprender nuevos desafíos y seguir un camino de crecimiento industrial.

Aunque necesarios, vocación y voluntad son insuficientes al momento de afrontar la volatilidad de los mercados. Crisis y cambios abruptos obligan a las pymes a sortear mayores dificultades para garantizar su continuidad, acceder al crédito, incorporar personal calificado o encarar inversiones productivas.

En muchas oportunidades, la evolución del sector privado está limitada por la escasez de acceso al crédito (10% con relación al PBI), la dependencia de fuentes de financiamiento propias (74%) y la insuficiencia de presupuesto destinado a apoyar las exportaciones (u$s 2,7 millones)[3]. En el caso de las pymes, estas variables restringen el desarrollo de sus capacidades productivas y la consolidación de una cultura industrial que las impulse como protagonistas.

Hoy, para crecer, una pyme tiene que ser flexible, adaptarse a los cambios y estar abierta a las transformaciones políticas y económicas del país. Por las características del mercado, el dinamismo del sector es vertiginoso y demanda de una gestión integral y profesionalizada que, muchas veces, las pequeñas empresas encuentran difícil de afrontar.

El desafío de ProPymes es acompañar a las pymes en su crecimiento, ayudarlas a capitalizar las oportunidades y a sortear las dificultades que se presenten. Con sus acciones, el programa intenta responder a los cambios y proporcionar a las empresas las herramientas que mejor se acomoden a sus necesidades, adaptándose a las coyunturas y proponiendo alternativas de negocios.



"LAS PYMES VIVIMOS UN MAR DE TORMENTAS. NO EXISTEN CERTIDUMBRES, REGLAS CLARAS, SEGURIDAD JURÍDICA Y, A VECES, NO SE SABE QUÉ RUMBO SEGUIR"

CARLOS TASSAROLI
PRESIDENTE DE TASSAROLI, CLIENTE DE TENARIS

2 Fuente: CEU-UIA en base a datos de la CEPAL y la Fundación Observatorio Pyme.

3 Fuente: CEU-UIA en base a datos del Banco Central de la República Argentina y el Banco Mundial.

Durante el último Seminario ProPymes, cinco empresarios compartieron su historia: C. Tassaroli, L. Badia, A. Capria, M. Alladio y M. Valfiorani. Moderador: A. Paluch, periodista.





"HOY UNA PYME TIENE QUE SER MUY FLEXIBLE. PARA CRECER ES NECESARIO ADAPTARSE Y ESTAR ABIERTO A LOS PERMANENTES CAMBIOS POLÍTICOS Y ECONÓMICOS DEL PAÍS"

LUIS BADÍA
SOCIO GERENTE DE ELECTROMONTAJES BADÍA, PROVEEDOR DE TECPETROL



"HOY UNA PYME NECESITA ESPECIALIZARSE EN EL CAMBIO. POR LAS CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO, EL DINAMISMO ES ABSOLUTO Y REQUIERE DE UNA GESTIÓN INTEGRAL DE LA COMPAÑÍA"

ANDRÉS CAPRIA
DIRECTOR DE CAPRIA, PROVEEDOR DE EXIROS



"EL AÑO 2002 FUE EL MÁS DIFÍCIL QUE RECUERDO. SUPERAMOS ESA SITUACIÓN Y BUSCAMOS APROVECHAR LAS OPORTUNIDADES"

MARCOS ALLADIO
GERENTE DE PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA DE ALLADIO, CLIENTE DE TERNIUM



"LOS PROBLEMAS QUE ENFRENTA UNA PYME SON DISTINTOS AL INICIO QUE DESPUÉS DE UN TIEMPO EN EL MERCADO. LUEGO DE UNOS AÑOS SE HACE MÁS SENCILLO PERO APARECEN OTRAS DIFICULTADES, COMO LA NECESIDAD DE FINANCIAR EXPORTACIONES"

MARCELO VALFIORANI
PRESIDENTE DE INGENIERÍA MEGA, CLIENTE DE TERNIUM

Más de 600 empresarios, líderes de opinión y funcionarios asistieron en diciembre pasado al 10° Seminario ProPymes.



"El tema ahora es mirar hacia el futuro. La proyección es un tema importantísimo para todo el tejido industrial. Y mirar hacia adelante, hacia la tecnología, hacia los productos, hacia los mercados, hacia dónde queremos y podemos estar en cinco o diez años. Las empresas tienen horizontes muy largos. Creo que ese es el reto para todos nosotros."

PAOLO ROCCA, 13 DE DICIEMBRE DE 2011, HOTEL HILTON
10° Seminario ProPymes

PREMIAR LA INNOVACIÓN Y APOSTAR AL CRECIMIENTO

Reconocer el esfuerzo de las pymes

Con la certeza de que para crecer hay que innovar, ProPymes implementa acciones para promover la innovación dentro de las pymes. A través de premios y reconocimientos se apunta a fortalecer una cultura industrial que considera a la investigación y desarrollo como herramienta fundamental de diferenciación y liderazgo. En esta línea, se destacan tres concursos nacionales.

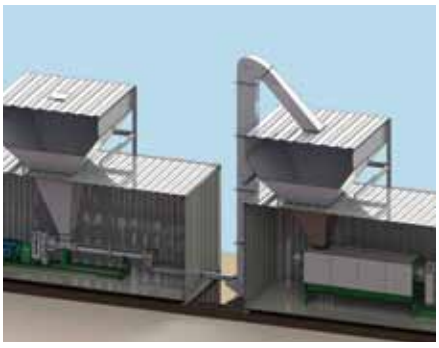
El **Premio Tenaris al Desarrollo Tecnológico Argentino** nació en 2005 con el objetivo de alentar el desarrollo tecnológico de las pymes industriales y de vincular el sistema científico-tecnológico con el sector productivo. Desde entonces, selecciona los mejores proyectos de desarrollo tecnológico con factibilidad de concreción económica e industrial, vinculados a los sectores metalmecánico, energético, petroquímico, minero, autopartista y siderúrgico.

En su edición 2011, este premio contó con el auspicio de la Facultad de Ingeniería de la Universidad de Buenos Aires (FIUBA) y la Comisión Nacional de Energía Atómica (CNEA). El primer premio fue para la pyme Estergaard por su proyecto *Sistema de Extracción de Aceite por Extrusión y Prensado;* en tanto, Produmat obtuvo el segundo puesto por su trabajo *Planta Elaboradora de Hormigón, Asfalto y Mezclas en frío.*

El **Premio Ternium Expoagro a la Innovación en Maquinaria Agrícola** nació en 2008 con el objetivo de fortalecer el vínculo entre el campo y la industria. Se propone promover la mejora en la competitividad de la maquinaria agrícola nacional, con predominio de pymes, a través de la promoción de sus procesos de innovación y mejora continua y del apoyo de su internacionalización. Es co-organizado por Expoagro y cuenta con el apoyo de la Sociedad Alemana de Agricultura *(DLG-Deutsche Landwirtschafts-Gesellschaft).*

En su segunda edición (2010-2011), se entregaron tres medallas de oro y siete de plata. Además, los desarrollos premiados se expusieron en la feria de Expoagro 2011.

El **Premio Ternium Siderar de diseño en acero surgió en 2004** para promover el diseño como factor de competitividad en la industria y presentar el gran potencial del acero como material para el uso cotidiano. En sus cinco ediciones, procuró crear un puente entre el proveedor de acero, las pymes metalmecánicas, los diseñadores industriales y los usuarios.



Premio Tenaris al Desarrollo Tecnológico, edición 2011.

Primer premio para la pyme Estergaard por su proyecto: Sistema de extracción de aceite por extrusión y prensado.



Premio Ternium Expoagro a la Innovación en Maquinaria Agrícola, edición 2010–2011.

Medalla de Oro, Tecnoga: Empacadora móvil para cucurbitáceas.



Premio Ternium Expoagro a la Innovación en Maquinaria Agrícola, edición 2010–2011.

Medalla de Oro, Caimán: Pulverizador autopropulsado hidrostático Caimán SPH.

MIRAR HACIA EL FUTURO

Transmitir experiencia y proyectar el porvenir



Desayuno de trabajo organizado por ProPymes con su cadena de valor para compartir desafíos y analizar oportunidades conjuntas.

Diez años después, ProPymes se ha convertido en un programa referente en nuestro país. No sólo por estar integrado por clientes y proveedores –apuntando al desarrollo integral de la cadena de valor– sino por el crecimiento que ha tenido en el transcurso de los años.

Arrancaron 165 pymes, hoy suman 640. Año a año se han ido sumando acciones y recursos, según las demandas de las pymes y las exigencias de cada contexto.

ProPymes representa una manera de hacer industria. Es el sello de la confianza mutua, el trabajo cooperativo y la responsabilidad compartida. Es la prueba de que en la Argentina se puede hacer industria en el largo plazo, sorteando las coyunturas y apostando a un proyecto productivo sustentable.

Regulaciones financieras y macroeconomía en la post crisis: la reconstrucción del sistema bancario argentino en los años 2000

Mario Damill, Roberto Frenkel y Lucio M. Simpson

Mario Damill, Roberto Frenkel y Lucio M. Simpson son Economistas del CEDES, Centro de Estudios de Estado y Sociedad, docentes de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA.

Los autores agradecen el apoyo recibido de la Fundación Ford para la realización de este trabajo.

Este trabajo está destinado a examinar la evolución financiera de la Argentina con posterioridad a la crisis de 2001-2002. Procura indagar en la interacción entre la macroeconomía y las regulaciones financieras internas, apuntando a comprender el papel de estas últimas en el desempeño macroeconómico y, a la inversa, cómo la macroeconomía indujo transformaciones en el sistema financiero y en el esquema regulatorio. Se examinan los cambios en la normativa que tuvieron lugar al calor de la crisis de 2001-2002 y luego los que fueron tomando cuerpo como resultado de las acciones posteriores dirigidas a definir un nuevo esquema regulatorio, compatible con dos características de la economía muy diferentes a las de la década anterior: la vigencia de un régimen de tipo de cambio flotante y la recuperación de la capacidad del Banco Central de actuar como prestamista de última instancia del sistema financiero, función que había estado muy limitada bajo el régimen monetario de los años noventa.

1. Introducción

La dramática crisis final del régimen de convertibilidad fue seguida, a partir de 2003, luego de un período turbulento plagado de marchas y contramarchas en materia de políticas macroeconómicas y financieras, por la configuración de un nuevo régimen macroeconómico en la Argentina.

Las regulaciones financieras internas fueron también progresivamente redefinidas, con el objetivo de hacerlas compatibles con la vigencia de un régimen de tipo de cambio flotante y con la recuperación de la capacidad del Banco Central de actuar como prestamista de última instancia del sistema financiero, función que había estado muy limitada bajo el régimen monetario precedente[1].

Pese a la expansión de los agregados monetarios y del crédito observada bajo el régimen de convertibilidad, en los años noventa el sistema financiero argentino se mantuvo relativamente pequeño en comparación internacional, para emerger más empequeñecido de la crisis de 2001. A partir de 2003 la expansión financiera interna acompañó la recuperación de la economía, pero aún así el país siguió presentando una muy escasa intermediación interna de fondos.

Algo paradójicamente, sin embargo, la propia pequeñez del sistema financiero interno y el relativo aislamiento financiero del país en los años 2000, luego de la crisis de la convertibilidad y del *default* parcial de la deuda pública, contribuyeron a mante-

[1] La evolución macroeconómica y del sistema financiero de la Argentina y el importante proceso de mejoramiento de las regulaciones bancarias experimentado en los años noventa se examinan en Damill, Frenkel y Simpson (2010). Ver también Damill y Frenkel (2007).

nerlo libre de burbujas, y así llegó en buenas condiciones de solidez al momento de propagación de la crisis financiera global, en 2008. Nuevas regulaciones, que limitaron la vulnerabilidad del sistema, contribuyeron también a esa mayor resistencia.

Este trabajo está destinado a examinar y presentar la evolución financiera de la Argentina con posterioridad a la crisis de 2001-2002. Procura también indagar en la interacción entre la macroeconomía y las regulaciones financieras internas, apuntando a comprender el papel de éstas últimas en el desempeño macroeconómico y, a la inversa, cómo la macroeconomía indujo transformaciones en el sistema financiero y en el esquema regulatorio.

La *sección dos* presenta inicialmente, de manera muy sintética, los principales hechos estilizados de la macroeconomía de la etapa iniciada en 2002, a la salida de la crisis, cuando se establece un nuevo régimen macroeconómico, con eje en una política de tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE). Esta fase se extendería hasta 2006. Luego, en la misma sección, se describe sucintamente la evolución macroeconómica a partir de 2007. Al comienzo de esta nueva etapa se produjo un *desgajamiento* del esquema de política macroeconómica, cuya consistencia se debilitó esencialmente por la presencia de problemas irresueltos generados en la fase anterior (en especial una perceptible aceleración inflacionaria) y por importantes errores de política. A los problemas de orden interno se sumarían luego los impactos derivados de la crisis internacional, que también se consideran sintéticamente aquí.

Más adelante, en la *sección tres,* se aborda la evolución de las regulaciones financieras, examinando primeramente los cambios que tuvieron lugar al calor de la crisis de 2001-2002 y luego los que fueron tomando cuerpo como resultado de las acciones dirigidas a definir un nuevo esquema regulatorio. Se analizan también algunos procesos financieros más recientes, como las masivas salidas de capitales acaecidas a partir de mediados de 2007 y sus consecuencias.

Finalmente, la *sección cuatro* del trabajo presenta las reflexiones finales.

2. El régimen macroeconómico de tipo de cambio real competitivo y estable, sus principales características y su desgajamiento a partir de 2007[2]

[2] El contexto macroeconómico de la evolución financiera que se presenta en este capítulo se analiza en mayor detalle en Damill y Frenkel (2010).

2.a Las condiciones macroeconómicas previas

La etapa recesiva final de la convertibilidad se inició a mediados de 1998, tras el impacto de las crisis del sudeste de Asia y de Rusia. Tres años después, luego de varios intentos fallidos de reactivar la economía mediante la emisión de *señales* –de *austeridad fiscal,* principalmente– pensadas para restablecer la confianza de los operadores financieros, se ingresó en una fase de contracción mucho más severa. Una masiva huida hacia activos externos en el segundo semestre de 2001 acarreó una fuerte declinación de las reservas de divisas y comprimió rápidamente la liquidez interna. En diciembre de 2001 la corrida desembocó en una ruptura de la cadena de pagos, luego de que se implantara una serie de drásticas restricciones al retiro de efectivo de los bancos por parte del público, concebida como último recurso para detener la corrida contra el peso, el llamado *corralito.* El producto y el empleo acompañaron la trayectoria de violenta contracción de la liquidez, y se precipitó el colapso del régimen monetario, llevando al *default* parcial de la deuda pública y la devalua-

ción del peso. Indicadores sociales como las tasas de desempleo y la incidencia de la pobreza y la indigencia, que ya habían desmejorado considerablemente a lo largo de la década de los noventa, especialmente a partir del efecto Tequila, sufrieron un brusco deterioro adicional, alimentando las tensiones sociales y la aguda crisis política que pondría fin al gobierno de Fernando de la Rúa[3].

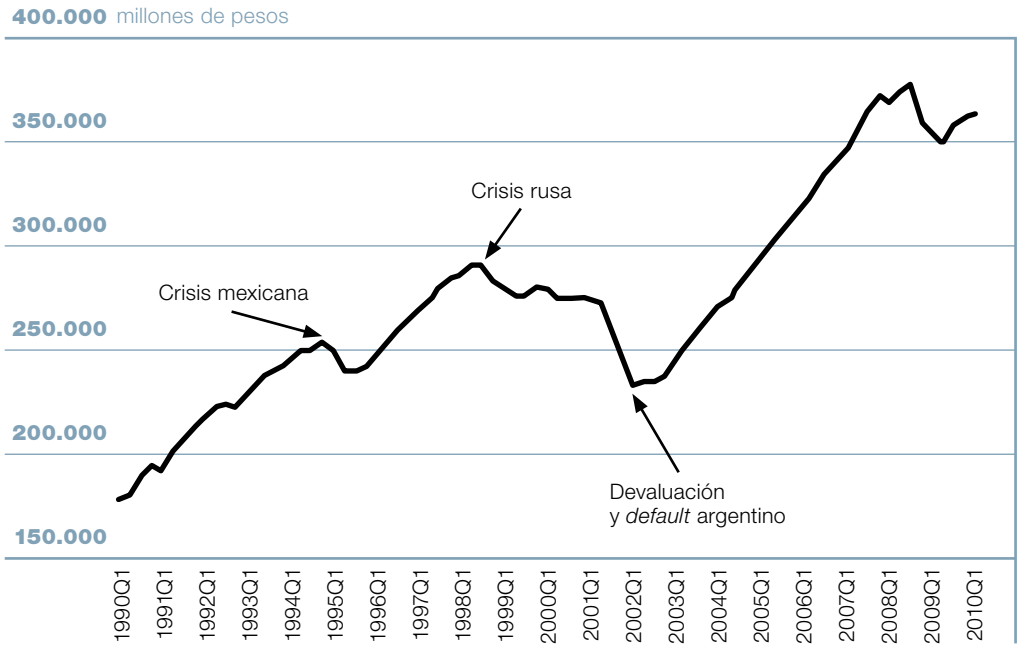
[3] Al respecto véase por ejemplo Damill, Frenkel y Maurizio, 2003.

2.b Cambio de régimen y recuperación económica

La caída vertical del producto y del empleo continuó luego de la devaluación, pero sólo por un muy breve período, como puede constatarse en el *Gráfico 1.*

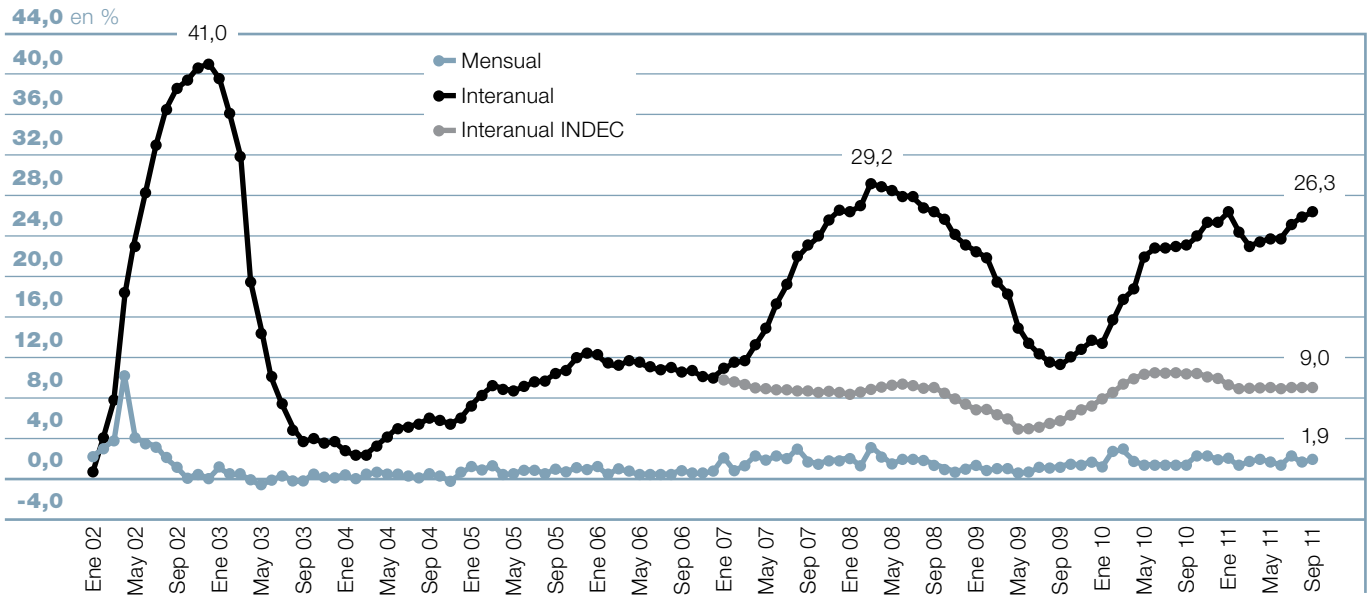
El detonante de la recuperación fue precisamente el cambio brusco de precios relativos a favor de los sectores productores de bienes transables, que impulsó la sustitución de bienes importados. Parte del mérito de esa rápida recuperación económica se debió también a un conjunto de políticas que, aún con errores, marchas y contramarchas, apuntaron en general a recuperar los equilibrios macroeconómicos básicos. Entre ellas: la reimplantación de controles cambiarios (los que por un lado forzaron a los exportadores a liquidar en el mercado local buena parte de las divisas generadas por el comercio internacional, y por otro limitaron las salidas de fondos por cuenta de capital); el establecimiento de impuestos a la exportación *(retenciones)*, que capturaron para el fisco una parte del efecto favorable de la devaluación sobre los ingresos de los productores de bienes transables (contribuyendo así a la recomposición del equilibrio fiscal y atenuando el impacto sobre los precios internos y, por ende, sobre los salarios reales); una política monetaria flexible que permitió, por una parte, asistir a los bancos en la fase de crisis y, luego, alimentar la recomposición de la demanda de dinero; una política cambiaria que procuraría, algo más adelante, cuando el mercado de divisas comenzó a presentar un exceso de oferta, evitar la apreciación del peso mediante la intervención del Banco Central (y en algunos períodos también del Tesoro, con recursos fiscales), con la consiguiente acumulación de reservas.

Gráfico 1. Producto Interno Bruto a precios constantes de 1993
(datos trimestrales desestacionalizados, 1990.01-2009.3)



Fuente: Ministerio de Economía, y elaboración propia a partir de datos de OJ Ferreres y Asociados para 2008-2010.

Gráfico 2. Variación mensual e interanual del IPC



Fuente: INDEC, y para las cifras posteriores a diciembre de 2006, la estimación del IPC elaborada y difundida por Buenos Aires City, centro de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA.

Luego de la devaluación inicial que puso fin al tipo de cambio fijo, el gobierno adoptó por un breve lapso un régimen de libre flotación, siguiendo la orientación por la que bregaba el FMI. Una vez instaurada la flotación, en febrero de 2002, la paridad se disparó, alcanzando niveles próximos a $4 por dólar, en un marco de expectativas de subas mucho mayores. La reimplantación de los controles cambiarios fue esencial para contener esa burbuja. Forzando a los exportadores a liquidar divisas internamente y limitando las salidas de fondos se conseguiría, hacia mediados de 2002, estabilizar el tipo de cambio nominal. Rápidamente la demanda de pesos comenzó a recomponerse y se pasó a una fase de exceso de oferta de moneda extranjera. La interrupción de la burbuja en el mercado de cambios contribuyó decisivamente a frenar las subas de los precios, según ilustra el *Gráfico 2*.

En el mismo sentido operaron, por un lado, el congelamiento de las tarifas públicas[4] y, por otro, las elevadísimas tasas de desempleo, que heredadas de los años noventa y acentuadas por la crisis, mantuvieron limitados los ajustes de salarios nominales en el sector privado.

[4] Muchas de las cuales estaban dolarizadas, ajustándose por la inflación de los EE.UU., según rezaban los contratos establecidos al llevarse a cabo las privatizaciones en los años noventa.

Así, desde mediados de 2002 se fue configurando un esquema macroeconómico novedoso en la economía argentina, cuyo diseño contrastaba fuertemente con el que acababa de sucumbir. Estaba basado en los siguientes pilares: un tipo de cambio real competitivo y estable, superávit fiscal y de la cuenta corriente del balance de pagos, y una política monetaria flexible que procuró a un tiempo evitar la apreciación del tipo de cambio real, acumular reservas internacionales, facilitar la recuperación de la liquidez, contribuir al restablecimiento de la salud del sistema bancario luego de la crisis y, al mismo tiempo, limitar, mediante la esterilización, el efecto monetario expansivo de la acumulación de reservas.

Fue crucial, para la consolidación de ese esquema, la reestructuración parcial de la deuda pública que estaba en situación de *default* desde fines de 2001, concretada en 2005. La operación redujo los compromisos de pago de intereses y capital y alargó considerablemente el plazo medio de las obligaciones financieras del Estado, aportando significativamente a viabilizar el pilar fiscal del esquema[5].

[5] Ver Damill, Frenkel y Rapetti (2010).

Los efectos sobre el crecimiento y la inversión fueron extraordinariamente exitosos a lo largo de varios años. Se alcanzaron tasas de crecimiento del producto de entre 8 y 9% anual y la tasa de inversión se elevó rápidamente desde 11,3% del PIB en 2002 a 21,6% en 2006[6].

2.c Problemas irresueltos a comienzos de 2007, errores de política macroeconómica y desgajamiento del modelo

Sin embargo, los efectos del TCRCE no son todos virtuosos. Un importante aspecto negativo de la preservación de un tipo de cambio competitivo es que esa componente del esquema macroeconómico puede generar presión inflacionaria[7]. Efectivamente, luego de los mínimos para la etapa alcanzados en 2003, la inflación tendió a incrementarse[8]. Así, cuando las primeras detonaciones de la crisis financiera internacional comenzaron a hacerse oír, a mediados de 2007, la Argentina se encontraba ya transitando una etapa en la que algunos de los logros macroeconómicos y sociales del período iniciado en 2002 mostraban signos de deterioro o se debilitaban por razones de origen interno.

La rápida expansión económica posterior a 2003 se había dado en un contexto inicial de inflación relativamente baja. Luego del impacto, bastante limitado, de la devaluación, los ritmos de variación de precios se atenuaron para alcanzar un mínimo de 3,7% anual en 2003, luego de la estabilización del mercado cambiario. Sin embargo, a partir de los niveles mínimos para la etapa alcanzados en 2003, inferiores al 4% anual, la inflación medida por el IPC se duplicó en 2004 y volvió a duplicarse en 2005, superando el 12%.

Frente a una aceleración inflacionaria que se hacía difícil contener mediante las regulaciones y controles, las autoridades no adoptaron un programa antiinflacionario integral ni tampoco endurecieron los controles para intentar aumentar su efectividad, más allá de algunas medidas sobre mercados específicos (lácteos, carne) que tuvieron cierto impacto en 2006. En lugar de instrumentar medidas para contener efectivamente la inflación, se decidió aparentemente mantener el objetivo de inflación de un dígito anual, pero para las cifras publicadas por el INDEC, controlando el indicador en lugar del fenómeno. Desde los inicios de 2007 comenzaron a difundirse datos oficiales de precios que presentaban variaciones significativamente por debajo de las estimadas por fuentes privadas, y también muy inferiores a las calculadas por institutos de estadística provinciales que mantuvieron autonomía en relación con el gobierno nacional. La economía fue

Cuadro 1. Tasas de variación anuales del IPC

Año	Variación (%)
2002	41,0
2003	3,7
2004	6,1
2005	12,3
2006	9,8
2007	26,6
2008	23,0
2009	14,8
2010	22,4

Fuente: hasta 2006, INDEC. Para el resto del período, la estimación del IPC elaborada y difundida por Buenos Aires City, centro de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA.

[6] Cabe mencionar que también jugaron a favor del crecimiento local a la salida de la crisis de la convertibilidad los aumentos en los precios de exportación y el alto ritmo de expansión de la economía mundial. Algunos analistas atribuyen a ese *viento de cola* toda la explicación del repunte, pero esa opinión no encuentra sustento en los datos, que muestran que los factores internos fueron claramente predominantes, especialmente en la determinación del punto de inflexión, es decir, en la reversión de la tendencia declinante del PIB a partir de 2002, si bien los factores externos favorables adquirieron mayor dimensión después de 2003. Al respecto, ver Frenkel y Rapetti (2006), Damill, Frenkel y Maurizio (2007) y Damill y Frenkel (2010).

[7] Véanse por ejemplo Frenkel (2008) y Damill y Frenkel (2010).

[8] Entendemos que la aceleración de la inflación experimentada desde 2004 podría haberse evitado sin resignar el objetivo de preservación del tipo de cambio competitivo. Esta cuestión, muy importante para la formulación de políticas, se discute en Frenkel (2008) y Damill y Frenkel (2010).

perdiendo al IPC como referencia socialmente aceptada en las discusiones sobre reajustes de contratos nominales, y fueron también afectados cálculos como los relativos a la incidencia de la pobreza y de la indigencia, para los cuáles se utiliza información de canastas parciales que integran el IPC y que estuvieron también sujetas a manipulación. Más adelante, la manipulación de los resultados estadísticos se extendió a otros estimadores.

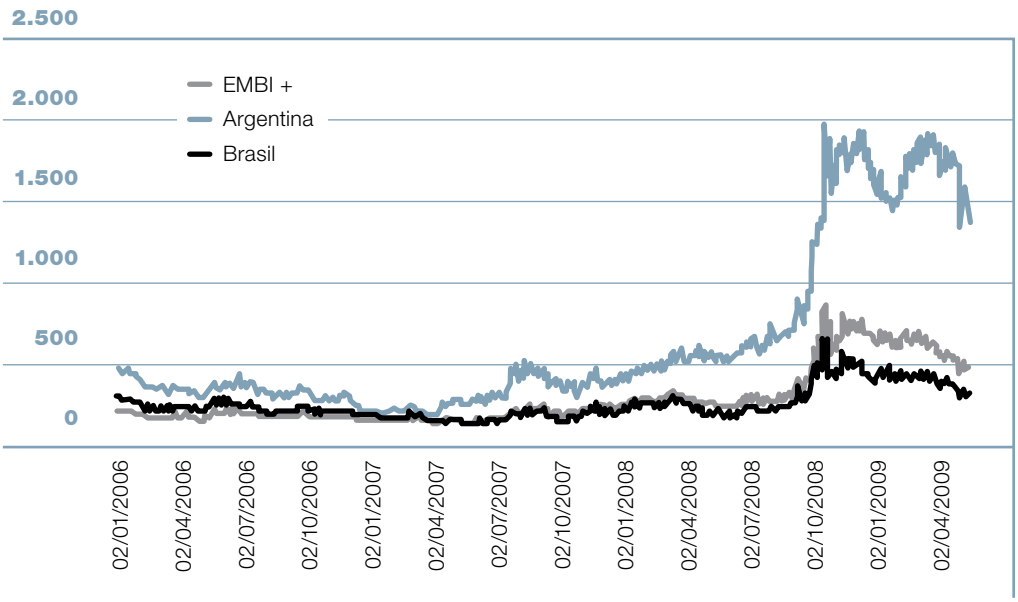
Inflación, estadísticas y riesgo país

La mayor inflación y el *oscurecimiento estadístico* de la economía tuvieron efectos negativos muy importantes. Las cifras del Índice de Precios al Consumidor son la fuente de cálculo del coeficiente CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia), que se utiliza para el ajuste de deudas por inflación, lo que alcanza por ejemplo a parte de las obligaciones en pesos emitidas por el gobierno nacional en ocasión de la reestructuración llevada a cabo en 2005. En tanto el IPC subestima la inflación, lo mismo sucede con el CER y, por ende, los porcentajes de reajuste del capital de las deudas son inferiores a lo que resultaría sin tal manipulación.

Esa es seguramente la principal razón por la que la deuda argentina fue castigada por los mercados, desde comienzos de 2007, según refleja la evolución de los precios de los bonos públicos. La liquidación de bonos argentinos comenzó en abril de 2007, precisamente cuando se verificó que la subestimación de las tasas de inflación se había constituido en una práctica sistemática y permanente.

La subestimación del CER no afecta técnicamente la valuación de los bonos denominados en moneda internacional; sin embargo, la liquidación involucró a todos los títulos, en moneda nacional e internacional. La evolución de los precios de los bonos en moneda internacional se refleja en forma inversa en la serie de *riesgo país;* cuando el precio de los bonos cae, aumenta el riesgo país y viceversa. Como puede verse en el *Gráfico 3,* el diferencial por riesgo que afrontaba la deuda argentina a comienzos de 2007 se había igualado, prácticamente, a la media de los países de mercado emergente y por momentos resultó inferior al de Brasil. En ese período

Gráfico 3. Primas de riesgo país de mercados emergentes. EMBI+, Argentina y Brasil
(en puntos básicos)



Fuente: Ministerio de Economía.

las primas de riesgo de los países de mercado emergente tocaban un mínimo histórico. Pero a partir de abril de 2007 el *spread* afrontado por la deuda argentina se despega del resto, subiendo muy por encima de la media de los mercados emergentes. La intervención en las cifras de inflación fue interpretada como una suerte de quita sobre el capital de la deuda en pesos, y la desconfianza se extendió inmediatamente a las cotizaciones de otros instrumentos de deuda no ajustados por CER, como es el caso de la emitida en moneda internacional.

Puede verse en el gráfico que los precios de los bonos continuaron cayendo en adelante, en términos absolutos y también en comparación con el resto de las economías de mercado emergente. Esto hizo inviable la colocación de títulos y determinó una situación de aislamiento con relación al mercado internacional de capitales. Por contraste, en 2006, poco antes de ese cambio, se discutían en la Argentina las mejores maneras de manejarse frente a los ingresos de capitales y el gobierno instrumentaba medidas para frenarlos.

El peso que otorgamos a la aceleración de la inflación sin respuesta de política y a la manipulación de las estadísticas del INDEC en la generación del aislamiento financiero y la fuga de capitales obedece a que no se percibían en las variables fundamentales de la economía otros elementos que pudieran explicar esos cambios de comportamiento. A fines de 2007 la economía mantenía su rápido sendero expansivo, el nivel de reservas de divisas era muy elevado, al igual que el superávit del comercio con el resto del mundo y aún se alcanzaba un superávit de las cuentas públicas, pese al sesgo expansivo que había adquirido la política fiscal.

El sesgo expansivo de la política fiscal

Las cuentas fiscales mejoraron notablemente al comienzo de la fase de crecimiento rápido. En efecto, entre 2001 y 2004 se produjo un fuerte ajuste del resultado primario y financiero del sector público, que se debió sólo en parte a la reducción de la carga de intereses sobre la deuda originada en el default[9]. La introducción de impuestos a la exportación, que captaron parte del efecto redistributivo de la devaluación, y luego el efecto de la rápida expansión económica sobre la recaudación tributaria, tuvieron también papeles relevantes.

El giro expansivo de la política fiscal comenzó en 2005, luego de la operación de reestructuración de la deuda, y se acentuó posteriormente, en 2007. Abandonando la idea, planteada hasta 2005, de conformar un fondo fiscal anticíclico, entre 2004 y 2007 la política fiscal adicionó un impulso positivo a la demanda agregada del orden de un punto del PIB por año, por la paulatina reducción del superávit primario[10]. La importancia de este cambio merece ser resaltada. En 2005 la economía estaba creciendo a una tasa anual algo mayor al 9%, manteniendo un ritmo de expansión similar por tres años consecutivos. Por otro lado, la tasa de inflación venía incrementándose sostenidamente. Pocas dudas caben acerca de que, en ese marco, se requería la aplicación de algún freno al ritmo de expansión de la demanda agregada. Dada la debilidad de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en una economía muy escasamente apalancada, el principal instrumento de freno disponible era la política fiscal. Pero el gobierno tomó el camino inverso, agregando un impulso fiscal expansivo al rápido aumento del gasto privado.

[9] El sector público consolidado pasó de un déficit financiero equivalente a 7 puntos del PIB en 2001, a un superávit de 3,5% del producto en 2004, en un drástico ajuste equivalente a 10,5 puntos del PIB, según surge de las cifras del Ministerio de Economía.

[10] El resultado primario del sector público consolidado alcanzó a 5,2 puntos del PIB en 2004, para declinar posteriormente, ubicándose en 2,3% del PIB en 2007 (si no se consideran los ingresos de fondos originados, en ese año, en traspasos forzosos de aportantes del sistema previsional privado al público, que sumaron aproximadamente 1 punto del PIB anual). Un análisis más detallado del cambio de orientación de la política fiscal se presenta en Damill y Frenkel (2010).

A partir de 2007, los procesos internos descritos se combinaron con los derivados de la crisis global. Los impactos financieros y comerciales alcanzaron a todas las economías en desarrollo, pero el daño causado y el tipo y magnitud de los efectos estuvieron en función, en cada caso nacional, de la particular inserción internacional, financiera y comercial de la economía, y de las respuestas de política económica, condicionadas por las diferentes capacidades de atenuar o compensar los efectos negativos de los *shocks* y de las nuevas condiciones. Una primera distinción gruesa entre casos nacionales puede establecerse según el grado de dependencia del funcionamiento previo de la economía en relación con los ingresos de capital. Son indicadores de ello: la situación de la cuenta corriente del balance de pagos, la magnitud de las reservas internacionales disponibles, la magnitud de las necesidades de financiamiento de los sectores público y privado y la proporción de capital exterior en el financiamiento de los bancos, empresas y gobiernos. Estos datos dan cuenta de la sensibilidad de la economía a los *shocks* externos, así como de los grados de libertad de las políticas económicas para llevar adelante acciones compensatorias. Este criterio separa, por ejemplo, a las economías de mercado emergente de Asia y América Latina, de las economías del centro de Europa, Turquía y otras de inserción financiera reciente, cuya dependencia de los ingresos de capital se asemeja a la que tenía América Latina en los años noventa[11].

[11] Ocampo (2009).

El criterio de dependencia de los ingresos de capital ubicaba a la economía argentina en una de las mejores posiciones relativas dentro de la región latinoamericana. Las políticas cambiaria y de acumulación de reservas contribuyeron a que el país arribara al momento de contagio de la crisis internacional con un importante acervo de divisas y un significativo superávit de cuenta corriente, como ya se indicó. El sector público mantenía también una posición de superávit financiero. Además, la Argentina concentra sus exportaciones en *commodities* agrícolas cuyos precios cayeron menos y mantuvieron mejores perspectivas que el resto.

Sin embargo, el país mostraba dos características que, en una mirada superficial, podrían parecer rasgos extremos de una economía fuertemente impactada por la crisis internacional por el lado financiero. El primer rasgo era un completo aislamiento financiero internacional del sector público que, adicionalmente, endurecía en gran medida las restricciones de financiamiento internacional del sector privado. Todos los países en desarrollo sufrieron una restricción del financiamiento internacional disponible y el aumento de su precio, pero en algunos de ellos se recuperaron flujos privados que permitieron financiar al menos cierta proporción de los vencimientos de deuda de los sectores público y privado[12], lo que en el caso argentino no fue posible[13].

[12] Ver FMI (2009).

[13] El gobierno argentino realizó algunas acciones dirigidas a revertir esta situación de aislamiento. Por ejemplo, se intentó completar la salida del *default* mediante una nueva operación de canje orientada a resolver el problema de los *holdouts*, remanentes del canje realizado en 2005. Una nueva operación de canje se completó en 2010. Entre tanto, la situación de incumplimiento con gobiernos nucleados en el Club de París se ha mantenido.

El segundo rasgo es un flujo importante y persistente de fuga de capitales. En el contexto que se inaugura con el *shock* financiero internacional de setiembre-octubre de 2008, todos los países estaban expuestos a experimentar salidas de capital, en la medida en que continuaba el proceso de desapalancamiento y fuga a la calidad. Pero en el caso argentino la fuga de capitales significó un flujo prácticamente continuo desde julio del año 2007, particularmente intensificado en algunos momentos como el segundo trimestre de 2008[14] y el tercer trimestre de 2011, como puede constatarse en el *Gráfico 14* incluido más adelante.

[14] En conexión con el conflicto del gobierno con el sector agropecuario en torno a los impuestos a la exportación.

Esos rasgos podrían parecer efectos extremos de la crisis internacional sobre la economía, pero no lo son, puesto que los precios de los bonos argentinos se despegaron del resto de los mercados emergentes e iniciaron una pronunciada caída ya en abril de 2007, en pleno auge financiero de dichos mercados. El flujo de salida de capitales se hizo importante desde el segundo semestre de 2007, cuando los mercados emergentes apenas habían sido afectados por la fase inicial de la crisis y cuando la Argentina estaba recibiendo el importante *shock* positivo resultante del auge de los precios de las *commodities.* Ambos rasgos, la caída del precio de los bonos y las salidas de capitales, fueron inducidos por circunstancias locales, bien antes que la crisis financiera internacional incidiera de forma importante sobre las economías de mercado emergente.

El cambio desfavorable del contexto externo incidió también negativamente sobre las cuentas públicas. La recaudación de impuestos al comercio exterior cayó abruptamente desde setiembre de 2008. Otros tributos que se vinculan con el nivel de actividad fueron alcanzados por el efecto de la recesión.

Frente al deterioro fiscal, el gobierno tomó a comienzos de 2009 diversas medidas como el incremento de algunas tarifas públicas. Pero la acción de mayor envergadura destinada a fortalecer las finanzas estatales consistió en la estatización del sistema privado de jubilaciones y pensiones. El gobierno obtuvo así recursos excepcionales que le permitieron hacer frente en mejores condiciones a las derivaciones negativas de la crisis global. Si bien es cierto que la operación de estatización de los fondos del sistema previsional privado basado en las AFJPs, decidida a fines de 2008, tuvo un efecto inmediato muy negativo sobre las expectativas privadas, por lo que alimentó las salidas de capitales, también lo es que contribuyó a cambiar decisivamente el panorama financiero fiscal. Por un lado, permitió al sector público contar con un flujo adicional de ingresos muy significativo. Además, le permitió financiarse empleando activos que los fondos privados de jubilación mantenían contra otros agentes, como plazos fijos y activos externos.

Otra consecuencia relevante de esa operación fue que la misma permitió al sector estatal hacerse de un significativo volumen de títulos de la deuda pública que estaban en poder de las AFJPs, reduciendo el tamaño de los compromisos netos con otros acreedores. Hacia mediados de 2009, aproximadamente un 30% de la deuda pública pasó a estar en manos de organismos estatales.

En materia de servicios de la deuda, esta operación fue complementada con otras destinadas también a reducir el tamaño de los compromisos de pago de próximos vencimientos. Por un lado, se concretaron operaciones de refinanciación, en especial de los llamados *préstamos garantizados.* Por otro, se realizaron recompras de deuda aprovechando las cotizaciones de *default* que venían presentando los títulos públicos. De este modo, el perfil de la deuda pública fue cambiando de manera significativa y favorable.

De todos modos, ha persistido el problema de hacer frente a los compromisos remanentes del sector público argentino, sin acceso al financiamiento de fuentes privadas, en particular al de fuentes externas. Se utilizó a estos fines el superávit fiscal, mientras este se mantuvo, o, tratándose de vencimientos de deudas en dólares, se recurrió al crédito del Banco Central al sector público, lo que implica la utilización de reservas de divisas de la autoridad monetaria para efectuar esos pagos.

Pese a estos recursos extraordinarios, la continuidad de una tendencia del gasto público a crecer largamente por encima de los recursos corrientes, combinada con el aislamiento financiero gubernamental, fueron poniendo una exigencia importante sobre el financiamiento fiscal. A fines de 2009 el gobierno nacional decidió, mediante un decreto *de necesidad y urgencia,* crear un fondo de poco más de 6.000 millones de dólares, con reservas del Banco Central, para pagar vencimientos de deuda externa pública a lo largo de 2010. De este modo, quedaban de hecho *liberados* otros recursos para ser utilizados en distintos fines de gasto. La medida generó conflictos de naturaleza política y judicial, que acentuaron la incertidumbre y alentaron un nuevo repunte de la fuga de capitales. A partir de entonces, y si bien algunas cuestiones permanecieron abiertas en la discusión pública y transitoriamente en el ámbito judicial, la utilización de reservas en poder del Banco Central para el pago del servicio de la deuda externa pública continuó y fue ganando aceptación y desdibujándose como problema en la escena política.

Recurriendo en parte a fuentes no ordinarias de financiamiento fiscal (como la transferencia de utilidades del Banco Central generadas por la revaluación de las reservas de divisas, entre otras), el gobierno ha sostenido una política caracterizada por un aumento de las erogaciones a ritmo superior al de los ingresos.

La crisis global incidió también sobre la trayectoria de la demanda agregada. Los canales de transmisión sobre la economía nacional fueron básicamente el financiero y el comercial. El principal canal real estuvo constituido por la caída de las exportaciones, que durante 2009 se contrajeron un 21%, como resultado de una disminución de precios medios de 16% interanual y una baja de 5% en las cantidades exportadas. Esa caída equivale a más de 4 puntos porcentuales de la demanda global y a 5 puntos porcentuales del PIB, medidos ambos a precios corrientes. Sin embargo, la contribución negativa de las exportaciones a la demanda fue compensada casi completamente por una caída drástica de importaciones.

La contracción de la inversión bruta interna fija explica buena parte de la declinación del PIB durante 2009, la que alcanzó una magnitud de entre 3 y 4%, según mediciones privadas, interrumpiéndose la larga expansión que se había iniciado en 2002. La declinación del PIB comenzó a revertirse desde mediados del año 2009. El repunte fue favorecido por una mejora de la economía mundial. Subieron los precios de la soja y de otras *commodities* que el país exporta, y la economía de Brasil comenzó a presentar indicadores favorables. Por otro lado, mejores precios y un cuadro climático favorable apuntalaron una importante reactivación de la actividad agroexportadora. Así, aunque la situación interna continuaba presentando fuentes importantes de incertidumbre, la reactivación fue adquiriendo dinamismo, alimentada en parte por la política fiscal expansiva, y el producto retomó en 2010 y 2011 un ritmo de expansión comparable al anterior a 2008. Sin embargo, el proceso de paulatina apreciación cambiaria (que se examinará en la sección siguiente), que alimentó expectativas de devaluación en 2011, incentivando una mayor fuga de capitales, y el nuevo agravamiento de la situación internacional asociado a las crisis de deudas soberanas en la periferia de la Unión Europea, volverían a impactar negativamente en 2011-2012, debilitando el ritmo de expansión de la economía.

La apreciación del tipo de cambio real

Desde fines de 2006, la aceleración de la inflación y su desconocimiento por parte de las estadísticas oficiales fueron probablemente los factores más importantes de un cambio decisivo en la orientación de la política macroeconómica. De hecho, se abandonó el principal pilar del esquema sostenido desde 2003: la preservación del tipo de cambio real competitivo y estable.

La evolución de dos indicadores del tipo de cambio real puede verse en el *Gráfico 4.* Éste presenta el tipo cambio real multilateral (ITCRM), con las ponderaciones de las monedas que integran la canasta calculadas por el Banco Central, y el tipo de cambio bilateral con Estados Unidos (ITCR dólar)[15].

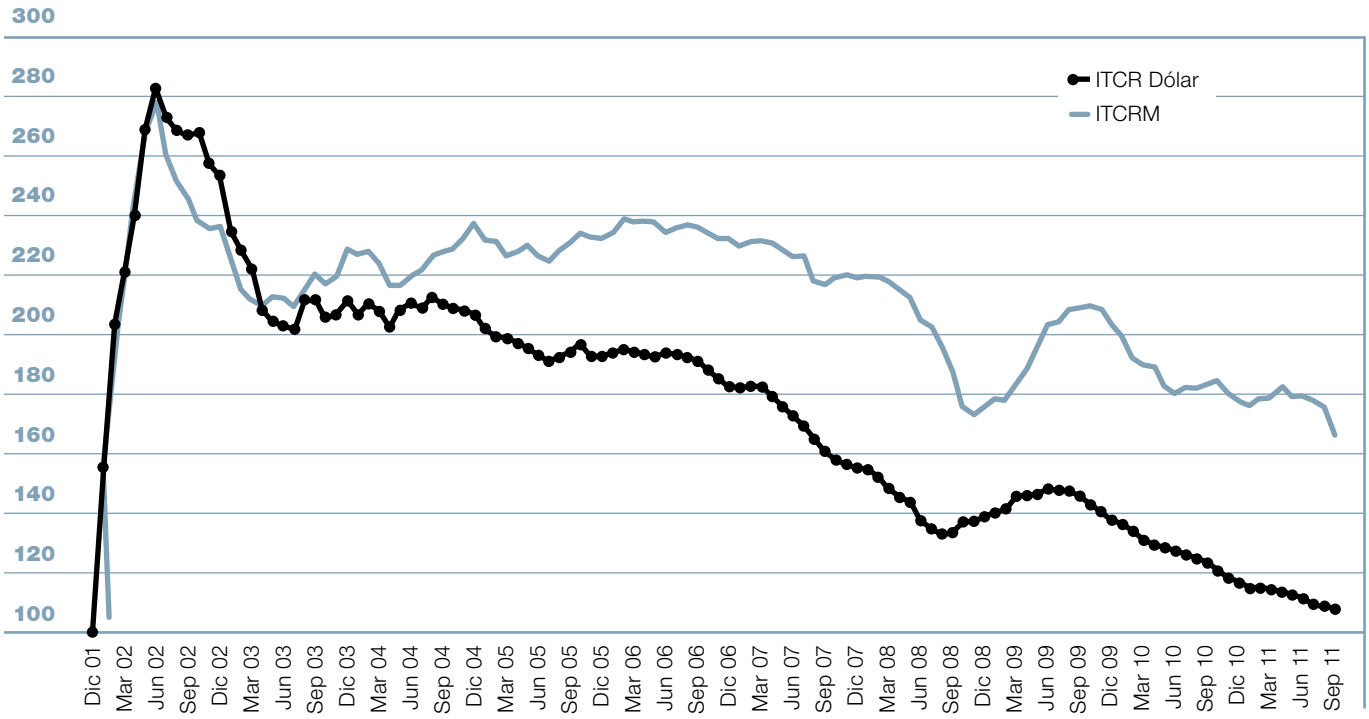
Como puede verse en el gráfico, entre comienzos de 2003 y diciembre de 2006 el ITCRM oscila alrededor de una tendencia estable, mientras que el ITCR dólar experimenta una apreciación considerable, particularmente durante 2005 y 2006. La estabilidad del ITCRM en ese período resultó de la apreciación de la canasta de monedas de los socios comerciales. A partir de entonces se observa un movimiento a la apreciación de la paridad real[16].

Desde comienzos de 2007 la conducción de las políticas cambiaria y monetaria fue impactada por la subestimación oficial de la inflación y las consecuencias negativas que eso tuvo en los mercados financieros. A esas perturbaciones se sumarían luego el comienzo de la crisis financiera internacional, la fuga de capitales y la presión compradora en el mercado de cambios. Puede conjeturarse que en ese contexto el Banco Central dejó de lado consideraciones de largo plazo de la política cambiaria para concentrarse en la estabilización del mercado de cambios en torno a un tipo de cambio nominal estable.

[15] Hasta diciembre de 2006 el deflactor representativo de los precios domésticos de ambas series es el IPC calculado por el INDEC. De enero de 2007 en adelante el deflactor de ambas series es el estimador del IPC elaborado por el centro Buenos Aires City, de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA. En adelante, todas las magnitudes reales, como las correspondientes a la base monetaria real y otros agregados monetarios y financieros, son deflactadas por este mismo índice.

[16] Para una descripción más detallada de la política cambiaria y sus sucesivos cambios véase por ejemplo Damill y Frenkel (2010).

Gráfico 4. Indices del tipo de cambio real multilateral (ITCRM) y del tipo de cambio real bilateral contra el dólar
(Dic. 2001=100)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y de Buenos Aires City, centro de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires.

Luego, a partir de la segunda semana de mayo de 2008, se observó una evidente nueva orientación de la política cambiaria. El Banco Central vendió en el mercado 2.106 millones de dólares de las reservas en poco más de un mes para reducir el precio del dólar de 3,15 a 3 pesos. En este período de caída y estabilización del tipo de cambio nominal, las tasas mensuales de inflación estaban en los máximos experimentados desde 2003. Entre mayo y agosto las tasas interanuales de los precios al consumidor se encontraban en el orden de 25%, como puede verse en el *Gráfico 2.* La caída y posterior estabilización del tipo de cambio nominal entre mayo y agosto se tradujo en una fuerte apreciación del ITCRM. De esta manera, por la apreciación gradual experimentada entre enero de 2007 y abril de 2008 y por el cambio de orientación de la política cambiaria entre mayo y agosto de 2008, el país arribó al momento de contagio financiero de la crisis internacional sobre los países en desarrollo con un tipo de cambio real multilateral 15% inferior al de diciembre de 2006 y al que se había preservado o más o menos estable entre 2004 y 2006.

Una reacción de muchos países en desarrollo frente a los impactos de la crisis que se iniciaron en setiembre de 2008 fue la devaluación de sus monedas. De esta manera, la canasta de monedas que integra el tipo de cambio multilateral argentino se depreció significativamente en setiembre y octubre de 2008. Por otro lado, en octubre de 2008 el mercado cambiario argentino estuvo sometido a una demanda intensificada por una fuerte salida de capitales. Las autoridades decidieron no permitir un rápido aumento del precio del dólar frente a la presión de la demanda, lo que también implicó la decisión de no acompañar las devaluaciones de los socios comerciales para preservar la competitividad del tipo de cambio real. Aunque el ritmo de la devaluación nominal se aceleró desde principios de octubre, el ITCRM de noviembre de 2008 resultó el más bajo desde 2003, 25% inferior que el de diciembre de 2006.

El Banco Central aceleró luego el ritmo de aumento del tipo de cambio nominal, y la apreciación precedente se revirtió de manera parcial, hasta mediados de 2009 *(Gráfico 4).* Desde entonces, la tendencia a la caída del tipo de cambio real se retoma, y hacia fines de 2011 el ITCR bilateral contra el dólar se encuentra ya en un nivel muy semejante al muy apreciado registrado a finales de la década de los noventa.

El régimen cambiario del país no fue modificado[17]. La existencia de un monto importante de reservas continuó garantizando la capacidad del Banco Central para determinar el nivel y la tendencia del tipo de cambio real mediante la política de flotación administrada.

[17] Las importantes modificaciones en la forma de funcionamiento del mercado cambiario que se introducirían a partir de noviembre de 2011 no se consideran en este trabajo.

Aunque el régimen cambiario no se modificó formalmente, la orientación de la política cambiaria sí se modificó en 2007, y los cambios se acentuaron en 2008, 2009 y 2010. Las autoridades parecieron autoimponerse una limitación en el uso del instrumento, en el momento económico menos indicado para restringir su utilización. Efectivamente, una de las ventajas relativas que ostenta la región latinoamericana es la flexibilidad de los tipos de cambio y de las políticas cambiarias. Esta flexibilidad, conjugada con la disponibilidad de importantes reservas, permite un uso pleno y controlado del tipo de cambio para ajustar las economías a las nuevas condiciones generadas por la crisis internacional. Bajo condiciones políticas de mayor normalidad, la economía argentina pudo haberse movido en el sentido de preservar el esquema de política basado en el TCRCE, de tan exitoso desempeño en la fase precedente.

3. Las relaciones financieras y el cambio del marco regulatorio de la actividad bancaria en los años 2000

El colapso del régimen de convertibilidad, tras una larga agonía de tres años y medio en la cual se acentuaron la sobrecarga de deuda pública y la dolarización, y el carácter desordenado de la salida, generaron un período de caos bancario. Los bancos pasaron a ser técnicamente insolventes, el sistema perdía depósitos y el crédito caía continuamente. La escalada del precio del dólar en la primera mitad de 2002 y la incertidumbre acerca de la capacidad del gobierno de estabilizar la situación imprimían un espíritu de transitoriedad a las sucesivas medidas, en tanto los sectores afectados pugnaban por minimizar su contribución en el *reparto de pérdidas.*

La resolución de la crisis exigió un alto grado de tolerancia normativa, en el marco de una estrategia deliberada por ganar tiempo, dada la magnitud del descalabro y la imposibilidad de que un sector público en *default* pudiera asistir al sistema en la medida necesaria para restablecer su solvencia.

A la salida de la convertibilidad, el replanteo del régimen financiero se asentó en dos pilares fundamentales: la desdolarización drástica del sistema bancario (en especial de los créditos) y la determinación de la forma en que se repartirían las pérdidas entre los sectores, lo que se hizo fundamentalmente a través de la conversión a pesos *(pesificación)*, asimétrica e incompleta, de las operaciones denominadas en moneda extranjera. Un tercer elemento esencial fue que, como resultado de la flotación del peso y la pesificación, el Banco Central pudo recuperar su función de prestamista de última instancia. La flotación cambiaria, la desdolarización y la tolerancia normativa ampliaron los márgenes de maniobra del BCRA y así hicieron posible enfrentar una crisis de magnitud sin precedentes, aún para los estándares de un país con una historia económica de catástrofes recurrentes.

Para comprender la complejidad del proceso de reestructuración bancaria y de la reformulación normativa posterior a la crisis es necesario comenzar por una revisión de sus antecedentes inmediatos[18].

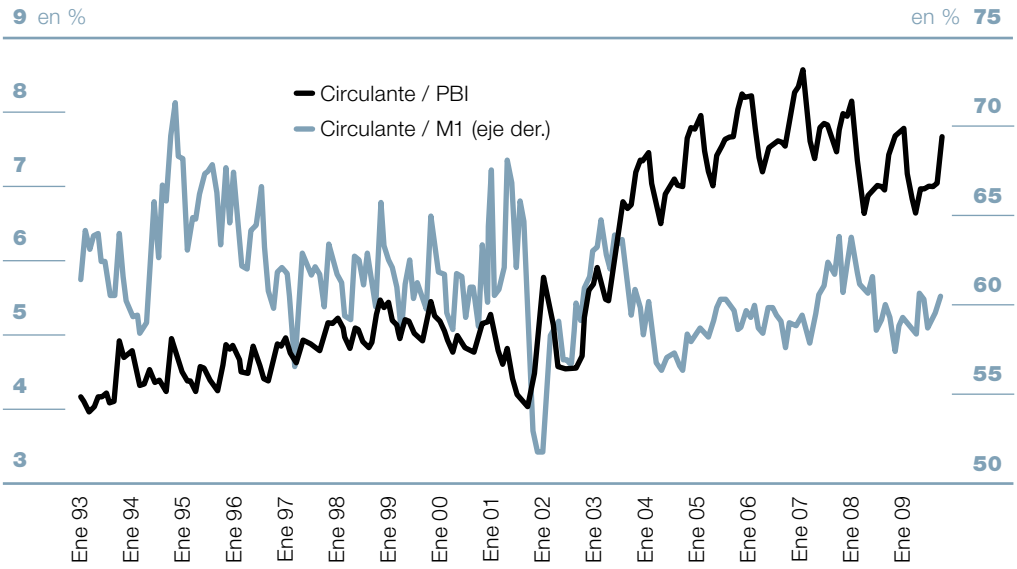
[18] El diseño y la evolución del régimen regulatorio anterior, establecido a lo largo de los años noventa, se analizan en Damill, Frenkel y Simpson (2010).

Corralito, corralón, pseudo-dolarización y canje de deuda antes de la debacle

Hacia fines de 2001 ya no existía la posibilidad de optar por estrategias de salida no traumáticas, luego de una etapa en la cual el gobierno había *redoblado la apuesta* a favor de la convertibilidad frente a cada escenario adverso. Algunas de las medidas que se adoptaron en el último mes de vida de ese régimen acabaron haciendo más complicada la reorganización económica post crisis.

El corralito, en particular, instituido el 3 de diciembre de 2001, tuvo efectos negativos en el funcionamiento del sistema que perdurarían durante varios años, ya que al impedir el retiro de los depósitos a la vista dañó seriamente el papel *transaccional* del dinero bancario. La medida tuvo un inevitable impacto negativo sobre el sistema de pagos y dio pie a una prima de liquidez a favor del dinero en efectivo. Además, las autoridades económicas hicieron una apuesta final, desesperada e inútil, por la (pseudo)dolarización, al disponer que las financiaciones otorgadas a partir del 3 de diciembre sólo pudiesen ser instrumentadas en dólares.

Gráfico 5. Evolución de la circulación monetaria



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

El corralito, que sería gradualmente relajado, consiguió atenuar la salida de depósitos privados, pero al costo de exacerbar la recesión y alimentar tendencias que generarían serios problemas en el futuro. Además, resultó insuficiente, ya que los ahorristas trasladaban sus depósitos a plazo hacia cuentas a la vista con el objetivo de convertir los fondos en dólares, a través de distintos mecanismos de *filtración.* Este proceso llevó al establecimiento del llamado *corralón*, que tornó indisponibles los depósitos a plazo fijo para que se pudiera liberar el sistema de pagos.

Es claro que habría sido preferible reprogramar sólo los depósitos a plazo a principios de diciembre, la mayor parte de los cuales estaban denominados en dólares y cumplían el rol de ahorro o reserva de valor, preservando así el funcionamiento normal de los depósitos a la vista, al estilo del llamado *Plan Bonex* (diciembre 1989), o del esquema adoptado en Uruguay en 2003 (que priorizó el respaldo de los depósitos a la vista y reestructuró por decreto los plazos fijos). De este modo se habrían minimizado las dificultades que surgieron en la cadena de pagos por la escasez de dinero para realizar transacciones. Adicionalmente, las medidas adoptadas estimularon un aumento significativo en el nivel de dolarización de los depósitos, que llegó a alcanzar el 75% a fines de 2001, factor éste que también complicaría el proceso de normalización posterior.

La disrupción del sistema de pagos fue tan aguda que se generó un notable aumento de la demanda de efectivo (real), que se incrementó en 20% en el primer trimestre de 2002 a pesar del contexto de inflación asociado a la devaluación[19]. Curiosamente, la preferencia por efectivo no fue un fenómeno meramente transitorio, generado por la desconfianza hacia el dinero bancario y el crecimiento de la economía subterránea. Por el contrario, la crisis generó una ruptura estructural en la relación circulante/PIB, que promedió un 5% en el período de convertibilidad pero no bajó de 7% desde 2004 y subió por períodos hasta 8,5%, niveles muy elevados para los estándares internacionales, que se mantuvieron a pesar de haberse registrado tasas de inflación elevadas desde 2007.

Otro antecedente relevante para comprender el proceso de reestructuración bancaria post crisis es el canje de deuda soberana instrumentado en noviembre de 2001[20], tanto por su impacto sobre la liquidez de los bancos como por el tratamien-

[19] La emisión de cuasi monedas cumplió un papel fundamental para evitar un colapso más grave del nivel de transacciones. En efecto, la circulación monetaria real *amplia* (incluyendo cuasi monedas emitidas por distintas jurisdicciones) aumentó 40% entre el mínimo registrado en octubre de 2001 y el máximo de marzo de 2002. Estas serían retiradas de circulación en el marco del Programa de Unificación Monetaria, entre mayo y diciembre de 2003.

[20] Este canje pretendía ser la primera fase (interna) de una reestructuración completa de la deuda pública, y fue percibido como un *default* encubierto. Involucró 41.700 millones de dólares (VN) de deuda del gobierno federal (sobre 68.700 millones elegibles) y 10.000 millones de títulos provinciales.

to regulatorio de los activos que reemplazarían a los bonos canjeados. La nueva deuda se instrumentó bajo la forma de préstamos garantizados con recaudación tributaria (PGs), los que daban a los bancos condiciones más favorables de contabilización, que no reflejaban las pérdidas económicas involucradas.

En diciembre de 2001, todavía vigentes la Ley de Convertibilidad y la Carta Orgánica del BCRA que formó parte de ese régimen, los problemas de liquidez de los bancos debieron ser enfrentados dentro de los límites que imponían dichos instrumentos legales. Dado que la corrida bancaria había tenido un impacto diferenciado sobre los distintos tipos de entidades, se procuró *nivelar el campo de juego* mediante el establecimiento de una *sobreintegración* de encaje para aquellas entidades cuyos depósitos aumentaban, con el fin de reciclar fondos hacia las entidades con fuertes pérdidas de depósitos, a través del BCRA[21], en un claro apartamiento respecto de la solución de mercado[22].

Todas las medidas adoptadas desde la imposición del corralito hasta la derogación de la Ley de Convertibilidad procuraron mostrar que el régimen se mantenía en pie, pero la falta de credibilidad obligaba a moverse en el sentido de dolarizar por completo el sistema.

Fin de la convertibilidad: pesificación y compensaciones bancarias

Con la derogación de la paridad cambiaria establecida en la Ley de Convertibilidad, el 6 de enero de 2001, terminó también el breve experimento de pseudo-dolarización. De inmediato hubo que enfrentar explícitamente los problemas de cómo distribuir las pérdidas generadas por la devaluación del peso entre los distintos sectores y, particularmente, de cómo mantener en sordina la situación de virtual insolvencia de todo el sistema bancario, mientras se esperaban los efectos benéficos de un proceso de recuperación económica que no parecía inminente.

Al respecto, es importante tener en cuenta que, a diferencia de lo ocurrido en otros países que soportaron crisis bancarias de magnitud, el BCRA y el gobierno nacional contaron con menos instrumentos y con recursos comparativamente escasos para promover la recapitalización de las entidades financieras, debido al alto nivel de endeudamiento del sector público nacional en el momento de la crisis, y al corte del financiamiento multilateral, cuyos desembolsos netos se tornaron negativos en 2002.

La estrategia que se adoptó revirtió totalmente la implementada una década antes, al impulsar un proceso de desdolarización forzoso. La pesificación, implementada el 3 de febrero de 2002, fue asimétrica porque los activos y pasivos en dólares fueron convertidos a pesos a paridades diferentes. La mayor parte de las obligaciones en dólares del sector privado con el sistema financiero fueron convertidas a una relación de un peso por cada dólar, mientras que, simultáneamente, los depósitos (reprogramados) lo fueron a una paridad de 1,4 pesos por cada dólar (ambos quedaron indexados al CER, es decir, indirectamente, al Índice de Precios al Consumidor). Los depositantes sufrían una gran pérdida medida en dólares[23], ya que el tipo de cambio libre subió fuertemente por encima del tipo de cambio oficial ($1,40 por dólar), cuya vigencia fue, de todas maneras, transitoria[24]. Las deudas de las familias se convirtieron a una paridad de un dólar por un peso, aunque se las ajustó por el CER[25]. Los PGs de la *fase 1* del canje fueron pesificados a $1,40 por dólar y se les incorporó el devengamiento por CER.

[21] Con este fin se creó el Fondo de Liquidez Bancaria (FLB), que complementaba el régimen de facto de redescuentos y adelantos por iliquidez que había sido necesario introducir desde mediados de 2001 para afrontar las corridas de depósitos.

[22] Esto influyó en la decisión de muchos bancos extranjeros de no apoyar a sus subsidiarias y sucursales locales, ya que la ayuda se canalizó fundamentalmente hacia la banca pública y el mayor banco privado de capital nacional. La intención de las autoridades fue, claramente, evitar la desaparición de los bancos de capital nacional y una pérdida de reputación de la banca pública (esto último sí ocurriría, más adelante, en Uruguay). De todos modos, no es evidente que la banca extranjera, de no haberse tomado esta medida, hubiera decidido apoyar a sus subsidiarias. Esta experiencia alimentó serias dudas acerca del posible papel de los bancos extranjeros como prestamistas de última instancia en caso de una crisis sistémica.

[23] Pero no hubo tal pérdida (sino, al contrario, una ganancia) si se miden los depósitos en términos reales, según el IPC, dado que recibieron el incremento de 40% en pesos asociado a la devaluación inicial, y a partir de allí quedaron indexados por inflación.

[24] Hubo un breve período donde convivieron un Mercado Oficial (con paridad fija) y el llamado Mercado Libre de Cambios (con paridad flotante), que comenzaron a funcionar el 11 de enero de 2002. El mercado cambiario se unificaría, bajo el régimen de flotación, el 8 de febrero de 2002 con la constitución del denominado Mercado Único y Libre de Cambios (MULC).

[25] Luego también se suspendió ese ajuste y, con el fin de contemplar la capacidad de pago de los hogares, en el caso de los préstamos hipotecarios, se reemplazó el CER por un nuevo índice, el denominado Coeficiente de Variación Salarial (CVS), que pretendía capturar la evolución de los salarios. Finalmente, incluso la indexación por CVS fue dejada sin efecto.

La pesificación se realizó en forma incompleta porque no todos los activos y pasivos bancarios estuvieron alcanzados. Las deudas bajo legislación extranjera planteaban un problema especial, ya que su pesificación efectiva estaba fuera del alcance de las atribuciones del gobierno nacional y porque se debió proceder cuidadosamente con los pasivos externos de los bancos para no perjudicar indebidamente el flujo de crédito comercial y, en general, el mínimo acceso a fondeo externo que todavía conservaban las instituciones locales tras el *default*.

El Estado Nacional debió hacerse cargo de compensar a los bancos por el quebranto patrimonial asociado al carácter asimétrico e incompleto de la pesificación. Pero hubo un tercer factor que ameritó la compensación por parte del gobierno, porque el tratamiento de los activos y pasivos pesificados fue diferenciado también en términos de los mecanismos de indexación aplicados (ciertos activos fueron indexados al Coeficiente de Variación Salarial, mientras que por el lado de los pasivos tenían como contrapartida la indexación por CER[26]).

[26] La compensación a los bancos implicó la emisión de títulos de deuda pública por u$s 13.600 millones para los llamados bonos *compensación* y *cobertura*.

Aunque el esquema de compensaciones y su tratamiento regulatorio y contable permitieron moderar y *disimular* el quebranto patrimonial de los bancos derivado de la pesificación, éstos fueron afectados por la recesión, que incrementó la morosidad y la incobrabilidad, y también por la caída de la cotización de los títulos públicos.

Algunas medidas extraordinarias adoptadas para aliviar la situación de los deudores, que no fueron *focalizadas* sino generalizadas, es decir, independientes de la situación particular de cada empresa o sector, tuvieron un impacto negativo adicional sobre el patrimonio y la rentabilidad bancaria y dificultaron el recupero de los créditos. En particular, la declaración de la emergencia productiva y crediticia hasta fines de 2003, mediante la modificación de la Ley de Concursos y Quiebras, dispuso la suspensión de las ejecuciones judiciales y extrajudiciales y del trámite de medidas cautelares por un plazo original de 180 días, que fue luego prorrogado sucesivamente. Esto implicaba una restricción para las entidades financieras que quisieran ejecutar garantías reales en defensa de los créditos en cesación de pagos.

Además del costo patrimonial de la pesificación y la indexación asimétricas, los bancos registraron pérdidas no originadas en medidas adoptadas por el gobierno ni en el deterioro de la situación económica o las condiciones de mercado, sino debidas a la proliferación de recursos judiciales de amparo, mediante los cuales los depositantes conseguían, generalmente, recuperar el valor original en dólares de sus depósitos[27].

[27] El impacto patrimonial negativo de los amparos surgía porque los depósitos debían devolverse al tipo de cambio dispuesto por cada juez en cada una de las sentencias, el que en la gran mayoría de los casos era sustancialmente superior a la paridad oficial de $1,40 por dólar a la que habían sido pesificados los depósitos.

A pesar de que se originaban en una situación de relativa *anomia jurídica*, y de que no eran responsabilidad de las entidades, las pérdidas por amparos no fueron compensadas por el Estado Nacional. Sin embargo, para moderar el impacto negativo sobre el patrimonio de los bancos, el BCRA permitió diferir en el tiempo la contabilización de los quebrantos, mediante la implementación de un cronograma de 60 meses para el reconocimiento de las diferencias de cambio.

Más allá del impacto sobre la solvencia del sistema, los amparos judiciales tuvieron un fuerte impacto negativo sobre la liquidez de las entidades, ya que el drenaje de fondos superó los $1.000 millones mensuales, equivalentes a casi el 10% de las disponibilidades bancarias, en el primer trimestre de 2002.

La normativa cambiaria y la asistencia a las entidades en el nuevo régimen

La corrida bancaria, atenuada pero no frenada del todo por las restricciones, y la fuga de capitales, obligaron a una redefinición rápida y drástica del régimen cambiario y de las normas que regulaban la provisión de liquidez a las instituciones financieras. Pero algunos de los cambios introducidos no sólo respondían a las exigencias de la coyuntura, sino que también pretendían sentar las bases de un cambio estructural del marco legal y normativo.

Las líneas rectoras del nuevo sistema cambiario fueron establecidas principalmente en el año 2002, y en menor medida en 2003, y se caracterizaron por fuertes controles de cambios y sobre los movimientos de capitales.

Las restricciones para acceder a divisas fueron muy rigurosas durante el período más crítico[28], que se extendió hasta finales de 2002, ya que a pesar de las limitaciones al retiro de efectivo y la reprogramación de los depósitos, no se consiguió impedir la filtración de fondos fuera del sistema bancario y su fuga hacia el dólar. Por ese motivo, el BCRA implementó una serie de medidas orientadas a reducir la demanda y aumentar la oferta de divisas.

Las nuevas normas apuntaron a tener un gran control sobre todas las operaciones (estableciendo condiciones de realización, plazos admitidos y montos máximos) y las restricciones no sólo afectaron a la cuenta financiera del balance de pagos sino también a las transacciones en cuenta corriente[29]. Principalmente, se incrementó el número de conceptos que requerían autorización del BCRA para girar divisas al exterior, se disminuyeron los montos máximos de venta de dólares a empresas (y particulares), los bancos fueron obligados a liquidar parte de su posición de cambios y los exportadores fueron forzados a liquidar sus divisas en el BCRA.

Después del primer semestre de 2002 se fueron relajando los controles gradualmente, a medida que mejoraba la situación macroeconómica y se estabilizaba el mercado cambiario. Eso se hizo mediante flexibilizaciones, paulatinas y escalonadas, para operar en el MULC[30]. Pero el relajamiento de los controles estuvo sesgado hacia medidas que facilitaron la salida de capitales[31]. En contraste, las restricciones a los ingresos fueron reforzadas, reflejando la creciente preocupación por la entrada de capitales especulativos a partir de 2005. Al mismo tiempo se fueron refinando progresivamente los sistemas de control y seguimiento de las operaciones, de modo de cerrar filtraciones.

Como consecuencia, el control a los movimientos de capitales es más efectivo en la actualidad que en 2002, y hay una considerable segmentación entre el mercado local y el internacional, que impide un arbitraje completo: una conclusión contraria a la hipótesis convencional según la cual la eficacia de los mecanismos de control disminuye con el paso del tiempo, a medida que el sector privado descubre mecanismos para eludir el cumplimiento de las normas.

Una de las modificaciones normativas importantes tuvo como objetivo *racionar* la posesión de activos externos líquidos por parte de las entidades financieras, para lo cual se estableció un porcentaje máximo de tenencia admitida de activos de alta liquidez en moneda extranjera como proporción de la responsabilidad patrimonial computable (RPC), mediante un concepto denominado Posición General de Cambios (PGC). En marzo de 2002 dicho límite fue fijado en 5% de la RPC de cada entidad, pero ha sido aumentado varias veces desde entonces.

[28] En diciembre de 2001 se restableció la obligatoriedad de ingreso y liquidación en el mercado cambiario de las divisas por cobros de exportaciones, y la condición de esa liquidación previa para acceder a cualquier beneficio o devolución de tributos que correspondieran.

[29] Aunque las deudas comerciales no fueron afectadas por ningún tipo de restricción, si lo estuvieron los saldos preexistentes en concepto de anticipos y prefinanciaciones del exterior.

[30] Fundamentalmente en lo referido a plazos máximos para liquidar los cobros de exportaciones de bienes, la obligación de ceder al BCRA las divisas correspondientes a dichos cobros (levantada en mayo de 2003), y las restricciones a los pagos de importaciones y de deudas (que requerían conformidad previa del BCRA).

[31] Por ejemplo, en septiembre de 2002 se estableció que el BCRA debía prestar conformidad previa para inversiones en el exterior (o compra de billetes) por parte de residentes (personas físicas o jurídicas) que superaran los u$s 100.000 por mes. El límite se fue relajando luego. En noviembre de 2008 se fijó en u$s 2 millones por mes.

Otra medida importante, porque su objetivo es acotar el descalce en moneda extranjera, fue el establecimiento del concepto de Posición Global Neta en Moneda Extranjera (PGNME), para el cual se dispuso un límite del 30% de la RPC en valor absoluto. Pero en 2004, en un contexto donde ya había una sobreoferta de dólares, se limitó la restricción sólo a las posiciones de signo negativo.

Liberada de las restricciones impuestas por el régimen de convertibilidad, y en un marco de flotación cambiaria, la modificación de la Carta Orgánica (CO) del BCRA en enero de 2002 permitió brindar una asistencia masiva a las entidades financieras. Los elementos centrales de la reforma fueron los mecanismos introducidos para que el BCRA pudiera intervenir en el mercado cambiario y el régimen de asistencia financiera por iliquidez *(transitoria).*

En lo referido a la asistencia por iliquidez, las principales modificaciones fueron la eliminación del plazo máximo de 30 días para la cancelación de adelantos y redescuentos, y la posibilidad de conceder asistencia por encima del límite máximo (100% de la RPC de cada entidad) bajo circunstancias extraordinarias o como herramienta para dotar al sistema financiero de la liquidez adecuada para restablecer su normal funcionamiento. Además, se introdujo la posibilidad de otorgar asistencia con garantía de instrumentos de deuda emitidos por el Estado Nacional. El régimen le dejó al BCRA un margen considerable de discrecionalidad, dificultando a las entidades financieras la estimación de la asistencia de la cual podrían eventualmente, disponer. Se trata de una política deliberada de *ambigüedad constructiva.*

Nuevos instrumentos de regulación monetaria

Para poder disponer de instrumentos para controlar la oferta monetaria en una etapa de fuerte asistencia al sistema financiero, y con el fin de poder establecer tasas de interés de *referencia,* y dado el *default* sobre los títulos de deuda del Estado Nacional, el BCRA introdujo, en marzo de 2002, las Letras del Banco Central de la República Argentina (Lebacs), ofreciéndolas a través de licitaciones públicas con el sistema holandés (precio único). De este modo, en los primeros meses de 2002 quedó configurado el esquema básico de intervención del BCRA que, con algunos refinamientos posteriores (mediante la incorporación de instrumentos adicionales, principalmente el *corredor de pases*) se mantuvo con posterioridad: la intervención en el mercado de divisas mediante la compra-venta de reservas internacionales; los controles de capitales, y los instrumentos de absorción/expansión de la base monetaria. Se trata, indudablemente, de un esquema estándar, pero que no fue sencillo construir luego de una década de convertibilidad.

No obstante las medidas adoptadas, los depósitos continuaron cayendo rápidamente, y en junio de 2002 las reservas de liquidez del sistema se ubicaban por debajo del 16% en promedio, aunque no llegaban ni a la mitad de ese nivel en algunos bancos, un nivel exiguo en una corrida bancaria. Durante todo el período el BCRA tuvo que otorgar adelantos y redescuentos a fin de evitar un colapso generalizado.

La expansión monetaria resultante se volcó fundamentalmente a la compra de dólares, creando una oferta excedente de dinero en el mercado cambiario que se mantuvo a lo largo de casi todo el semestre y que llevó la cotización del dólar a casi $3,80 hacia fines de junio. Los otros destinos de los fondos que salieron del sistema fueron principalmente el atesoramiento de efectivo y la cancelación de

deuda bancaria. Las tasas de interés subieron fuertemente, y el rendimiento de las Lebac a 14 días llegó a 129% anual el 10 de julio, reflejando las expectativas de depreciación del peso.

En un contexto de extrema dificultad, y tras abandonar un proyecto original de canje compulsivo de depósitos reprogramados que generó un alto costo político, se implementó en mayo el primero de dos canjes voluntarios de depósitos bancarios por títulos públicos.

En julio de 2002 los depósitos tocaron un mínimo, tanto en términos nominales como reales. A partir de allí tuvieron una trayectoria monótona creciente, pero en total, durante el año 2002, los depósitos privados cayeron un 42% en términos reales.

La recuperación permite avanzar con la reforma del marco prudencial

Varios elementos confluyeron para que a principios del segundo semestre de 2002 se observara un punto de inflexión en el desarrollo de la crisis, y comenzara a verificarse una mejora progresiva de la situación en casi todos los frentes. Para esto fue fundamental la estabilización del tipo de cambio, seguida en julio por una desaceleración de la salida de fondos de los bancos y en agosto por el inicio de la reversión de la tendencia declinante de los depósitos. También ayudó que las tasas de inflación resultaran menores que las esperadas y que, por consiguiente, los rendimientos de las colocaciones fueran percibidos como fuertemente positivos en términos reales (y en dólares). A partir de ese momento comenzó un lento pero continuo proceso de remonetización, hasta el año 2007. También fueron importantes para estabilizar el tipo de cambio los *retoques* a los mecanismos de control de cambios implementados entre mayo y septiembre, que mejoraron sustancialmente su efectividad, lo que hizo posible reducir significativamente las filtraciones[32].

[32] Particularmente la obligación de liquidación en el BCRA de las divisas originadas en exportaciones. El monto mínimo que generaba tal obligación era de u$s 1 millón, pero fue reducido a u$s 500.000 en junio y a u$s 200.000 en septiembre.

Paralelamente a la recuperación de los depósitos, y tras registrarse un déficit cambiario de u$s 542 millones en el primer semestre, se pasó a un superávit cambiario de u$s 2.701 millones en el segundo, cuando se registró un importante superávit en cuenta corriente. A partir de julio el BCRA pasó a ser un demandante neto en el mercado de divisas.

En este contexto de mayor estabilidad, dado el costo político del *corralón* y ante la necesidad de ir recuperando progresivamente la reputación del sistema financiero y de poner freno al drenaje de fondos a través de las medidas cautelares, se permitieron ciertas transferencias a cuentas de libre disponibilidad y se realizó una segunda oferta de canje de depósitos[33].

[33] Básicamente se ampliaban las opciones de los depositantes.

Varios factores hicieron que la devolución de fondos en la moneda original fuera finalmente factible. Por un lado, la recuperación económica impulsó un aumento de la cotización de los títulos públicos, lo cual benefició a quienes aceptaron alguno de los dos canjes propuestos. Pero también es claro que la reestructuración de la deuda pública generó una liberación *esperada* de recursos que se terminó reflejando en la caída de los rendimientos de los bonos y en un aumento, por ende, del grado de recupero de los depositantes. El proceso de normalización registró un hito cuando, el 2 de diciembre de 2002, se determinó la libre disponibilidad de las cuentas a la vista, aprovechando las señales de normalización que venía mostrando el sistema financiero. La ausencia de efectos negativos de la liberación de fondos sobre el mercado cambiario también permitió relajar las restricciones sobre la transferencia de capitales al exterior.

De este modo, el cierre del año marcó el final de la primera etapa de estabilización del sistema financiero. Pero tras haberse desmantelado el *corralito*, a principios de 2003 subsistía el problema planteado por el *corralón*, que aún no había sido desactivado y que representaba un 29% de los depósitos totales del sistema, planteando un importante riesgo de liquidez, dada la fuerte concentración de los vencimientos. Por ese motivo, en febrero de 2003 se permitió la devolución anticipada de los depósitos reprogramados y en abril las autoridades decidieron finalmente la liberación total de los Cedros (certificados de depósito reprogramados). Esto permitiría extender el plazo efectivo de los pasivos, al reforzar la confianza del público y atenuar el impacto de los amparos.

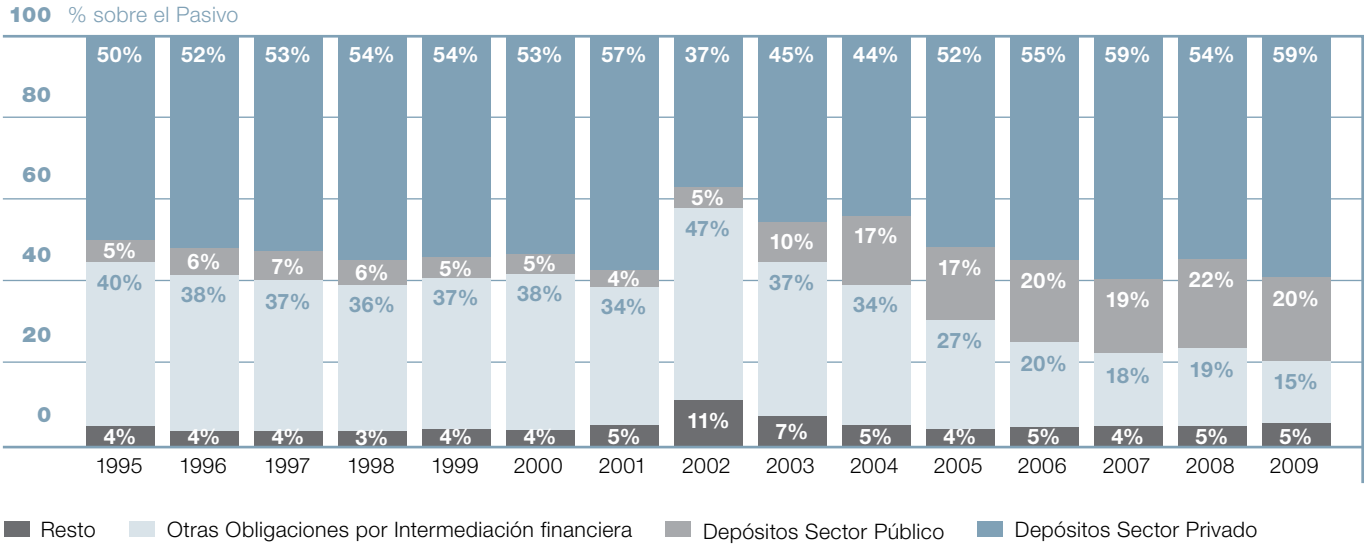
A partir de estas medidas y la mejora general de las condiciones económicas y financieras, el riesgo de liquidez rápidamente dejó de constituir un problema central. Por el contrario, los defectos de liquidez de 2002 dieron lugar a importantes excesos hacia fines de 2003.

El proceso de normalización del sistema también se manifestó en el terreno patrimonial. Las pérdidas contables, que habían marcado un récord en 2002 y se mantuvieron en niveles elevados en la primera mitad de 2003, desaparecieron hacia fines de ese año. La solvencia también comenzó a recuperarse en la segunda mitad de 2003 gracias a una generalizada refinanciación de los pasivos (con acreedores externos[34], condicionada a una reducción del valor presente de la deuda, y con el Banco Central) y a aportes adicionales de capital equivalentes a 25% del patrimonio neto consolidado del sistema financiero de fines de 2003. Estos dos procesos, reducción de pasivos externos y aportes (y posteriormente generación interna de capital), cambiaron considerablemente la estructura del pasivo en relación a la vigente durante el régimen de convertibilidad, que mostró un aumento significativo de la participación de los depósitos en el fondeo total.

[34] Principalmente de los bancos privados. Se realizaron quitas, canjes por títulos públicos y capitalización de deudas por parte de casas matrices de bancos extranjeros.

Superado el primer trimestre de 2003, y con el proceso de recuperación económica en marcha, el BCRA terminó de precisar, a través de un conjunto de normas, las bases del régimen prudencial, así como las características del proceso de convergencia, desde la situación todavía excepcional que regía en esa etapa, hacia un régimen de funcionamiento normal.

Gráfico 6. Estructura del pasivo del sistema bancario



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Había dos objetivos primordiales. Primero, dar tiempo a las entidades para absorber las pérdidas originadas por la crisis y para recomponer *endógenamente* su base de capital, sin necesidad de capitalizarlas con fondos públicos. Esto significaba combinar aportes de capital de los accionistas con la generación de ganancias a lo largo de varios años. El segundo objetivo, vinculado con el primero, era aplicar la tolerancia normativa en aspectos que pudieran facilitar el aumento del crédito, con una estrategia de tratamiento diferenciado de los stocks heredados del pasado respecto a los flujos futuros.

Seguramente la iniciativa más importante del BCRA para la normalización del sistema financiero en los años posteriores a la crisis fue un conjunto de cambios normativos establecidos en abril de 2003[35]. Se establecieron mecanismos que creaban franquicias normativas en materia de solvencia, al afectar aspectos de las normas de capitales mínimos, valuación de activos del sector público, fraccionamiento y graduación del riesgo crediticio.

[35] Comunicación "A" 3911 del BCRA.

Un elemento central fue el restablecimiento, a partir de enero de 2004, del régimen de capitales mínimos, cuyo cumplimiento había dejado de ser obligatorio en diciembre de 2001. En línea con los estándares internacionales, se fijó esa exigencia en el 8% de los activos ponderados por riesgo, lo cual implicaba una reducción respecto al 11,5% que había estado vigente durante la convertibilidad, nivel que no parecía justificarse en el nuevo régimen de funcionamiento de la economía.

Sin embargo, para dar tiempo a que el sistema recuperase sus niveles de solvencia, y teniendo en cuenta que todavía la situación era excepcional debido a la alta exposición al sector público heredada de la crisis y al elevado riesgo de tasa de interés asociado, se adoptó un esquema de convergencia gradual a la exigencia plena.

En efecto, se buscó disimular la brecha existente entre el valor contable de los activos bancarios y su valor de realización, apuntando a que se diera un proceso de normalización gradual que permitiera ir aproximando las valuaciones de los créditos al sector público a los precios de mercado. Paralelamente, la norma establecía mecanismos que iban aproximando la exigencia y la integración regulatoria de capital con la exigencia e integración de largo plazo.

Era crucial decidir cuál sería el tratamiento de la exposición de los bancos con el sector público y su impacto sobre la posición de capital. Por ello, se estableció un mecanismo para diferir en el tiempo el reconocimiento de las diferencias patrimoniales generadas por la caída del valor de mercado de la deuda pública, mediante coeficientes de atenuación de las exigencias por riesgo de tasa de interés y por exposición al sector público[36].

[36] Ninguno de los dos componentes existe a nivel internacional. La exposición al sector público suele ser considerada libre de riesgo en las regulaciones de capitales mínimos. El riesgo de tasa de interés no tiene un tratamiento estándar internacionalmente aceptado.

El cronograma de aumento de los coeficientes haría que la exigencia por el riesgo de crédito de los activos del sector público llegara a su nivel normal en enero de 2009, mientras que la exigencia por riesgo de tasas de interés se restablecería plenamente en enero de 2007. En la práctica, ese largo período de transición implicaba un alto grado de tolerancia regulatoria. Las normas implicaban apostar a que hacia enero de 2008 el sistema bancario habría resuelto totalmente sus problemas de solvencia. El cronograma se cumplió, aunque no era evidente *(ex-ante)* que fuera a resultar sencillo. Ayudaron la mejora en la situación económica general y las medidas del BCRA que indujeron a las entidades a reducir su exposición al sector público, porque redujeron la incidencia de los beneficios normativos.

La magnitud de los beneficios regulatorios era más importante en la exigencia que en la integración, aunque la diferencia varió a lo largo del tiempo. En particular, la valuación favorable de los activos del sector público fue, por su impacto cuantitativo, y en todo momento, el factor más importante de todos los beneficios regulatorios establecidos en abril de 2003.

Además, fue necesario reducir a niveles internacionales el límite para los activos inmovilizados, que habían registrado un crecimiento sustancial como consecuencia de la crisis.

Hay que destacar que, a pesar de la continua mejora registrada por los indicadores bancarios, recién en el cuarto trimestre de 2006 el sistema financiero registró por primera vez, a nivel agregado, un exceso *(sobreintegración)* de capitales mínimos teniendo en cuenta la posición ajustada (eliminando todos los beneficios normativos), aunque el signo de tal posición siguió siendo vulnerable a las volátiles cotizaciones de los títulos públicos.

En 2004 también se dejaron sin efecto en forma definitiva las tablas de indicadores de riesgo que multiplicaban las exigencias de capital en función de la tasa cobrada a las financiaciones.

En otro plano, y a partir de otra importante lección que dejó la crisis, se establecieron límites a la exposición de las entidades financieras con el Sector Público no Financiero, tanto en función de su RPC como de sus activos totales. La exposición total con los tres niveles de gobierno (nacional, provincial y municipal) no debe superar un 75% de la RPC y, a partir de enero de 2006, el 40% del activo total del banco (reducido a 35% en julio de 2007).

En materia de liquidez, en marzo de 2003, una vez superada la etapa crítica, se restableció el criterio de fijar las exigencias de efectivo mínimo en función de los plazos residuales de vencimiento de las obligaciones, y se incorporaron otros pasivos financieros a las partidas sujetas a exigencia. Con esta medida la regulación de reservas de liquidez volvía a reflejar un enfoque prudencial, en lugar del énfasis esencialmente monetario que la caracterizó en 2002. Aunque se establecieron tasas distintas para los depósitos en pesos según su plazo hasta el vencimiento, las diferencias fueron menos marcadas que las que rigieron hasta 1995, de forma tal que la estructura de pasivos no afectase demasiado el nivel relativo de liquidez entre las entidades. En consonancia con el objetivo de desdolarizar el sistema bancario, la exigencia de liquidez para el segmento en moneda extranjera fue establecida en niveles más altos que para el segmento en pesos.

Un punto importante en materia de liquidez que era necesario resolver era el problema planteado por las elevadas deudas de las entidades con el BCRA y la necesidad de aumentar el plazo promedio de las obligaciones de los bancos, de modo que estuvieran en mejores condiciones para prestar y fuera factible una reducción más acelerada del *corralón.* Para contribuir a esos objetivos se estableció un esquema voluntario, denominado *matching*, que determinaba un cronograma de amortización de las asistencias recibidas del BCRA, y tasas de interés, similares a las de los activos afectados en garantía de las mismas, con un máximo de 70 cuotas de amortización (el cronograma fue de 120 cuotas en un caso puntual) y tasa de interés de 3,5% anual sobre saldos ajustados por CER. El esquema tenía como prerrequisito la *regularización* de los pasivos externos de las entidades[37].

[37] Se establecieron ciertas pautas que inducían a las entidades a hacer reestructuraciones de sus deudas con los otros acreedores (no BCRA) que implicaran una reducción del valor presente, así como a fomentar la capitalización de deudas por parte de las casas matrices y/o aportes de capital.

El *matching*, que permitía diferir la devolución de los redescuentos, sumado a las reestructuraciones de pasivos externos, que implicaban extender los plazos y reducir el valor de las deudas en valor presente, permitió aumentar fuertemente el plazo promedio de las obligaciones del sistema financiero, haciendo factible la apertura del *corralón*, ya que despejaron el panorama respecto de los requerimientos futuros de liquidez. A esto contribuyó también, de manera decisiva, la mejoría general del sistema financiero gracias a la recuperación económica.

Entre 2003 y 2004 el sistema financiero afianzó el vuelco positivo que se había insinuado en los últimos meses de 2002. La fuerte recuperación de los depósitos, que ya crecían en términos reales, hizo posible que las entidades recompusieran significativamente su nivel de liquidez, que llegó a 30% de los depósitos totales en el último trimestre de 2004. En 2005, por primera vez luego de la crisis, el sistema mostró ganancias, que sumadas a los aportes de capital acumulados desde principios de 2002 permitieron ir recomponiendo el patrimonio neto del sistema.

En 2004, y por primera vez desde 1999, los préstamos al sector privado crecieron en términos reales (15,8%). Este proceso fue liderado en esa etapa por los bancos privados, lo cual reflejaba el mayor peso de los créditos con garantía real en los bancos públicos, que son los que tuvieron un desempeño más débil. El nivel agregado de morosidad comenzó a mostrar una tendencia declinante desde 2003, luego de cuatro años de deterioro continuo.

Pero a pesar de la clara mejora de la situación, en comparación con el panorama al estallar la crisis y el período inmediato posterior, el sistema financiero había quedado reducido a un tamaño insignificante y no había jugado papel alguno en la recuperación del nivel de actividad y el empleo que se consolidó a partir del segundo semestre de 2002. La recuperación económica se desarrolló *sin crédito*, facilitada por la valorización de los activos en dólares en poder del sector privado, que fueron movilizados para aprovechar las altas rentabilidades en numerosos sectores generadas por la devaluación y la posterior mejora de los términos de intercambio. El resultado fue que la exposición de los bancos al sector privado a fines de 2003 cayó a un nivel mínimo de 18% del activo, frente a un promedio de 46% en 1996-2001.

Parte de la falta de dinámica del crédito en los primeros años tras la crisis tiene su explicación en factores de demanda: la reticencia de muchos empresarios a establecer una relación de dependencia con instituciones que los habían *maltratado* durante la crisis, el fuerte aumento del flujo de caja libre como consecuencia del jubileo de las deudas bancarias en 2002, y el hecho de que la capacidad instalada ociosa fuese aún elevada, debilitando el incentivo a las inversiones en capital fijo.

Por el lado de la oferta, aunque la liquidez dejó de ser una limitante, el esquema regulatorio heredado de los noventa no contemplaba la particular situación de las empresas tras la crisis. En otras palabras, la metodología subestimaba el universo de los potenciales tomadores de crédito con capacidad de repago.

Ciertamente, la cartera irregular del sistema bancario alcanzó magnitudes astronómicas, llegando a representar un 39% de los créditos al sector privado no financiero a fines de 2002, a pesar de la flexibilización de las normas de previsionamiento. Numerosos deudores se encontraban en situación concursal o en etapa judicial, cuya financiación resultaba prácticamente imposible con las normas vigentes, ya que los fondos eventualmente desembolsados debían ser íntegramente previsio-

nados. Además, el patrimonio neto de las empresas quedó muy reducido tras la crisis e incluso, con frecuencia, era negativo, lo cual impedía otorgarle crédito a una firma, independientemente de que la marcha del negocio y sus perspectivas futuras fueran favorables. Era necesario evitar que la historia crediticia reciente de las empresas tuviera un peso desproporcionado en la calificación de los préstamos.

En un esfuerzo por atenuar estos problemas, el BCRA introdujo a lo largo de 2003 algunos cambios regulatorios que apuntaban a facilitar el otorgamiento de préstamos en casos como los recién mencionados, así como, en general, a aumentar la posibilidad de acceso al crédito por parte de las *pymes*[38]. Se suponía que la mayoría de las modificaciones tendrían un carácter transitorio, dado el objetivo de volver a endurecer las regulaciones prudenciales en el mediano/largo plazo, sin embargo, algunos elementos subsistieron[39].

Los esfuerzos por eliminar obstáculos normativos al otorgamiento de crédito prosiguieron entre los años 2005 y 2007, con medidas dirigidas a mejorar la calificación de los deudores, simplificar las operaciones y disminuir el costo de las financiaciones mediante la flexibilización de las normas en materia de garantías, exigencia de capital y otros aspectos[40]. La consecuencia fue que prácticamente se desmontaron las restricciones normativas que pudieran estar impidiendo una mayor dinámica crediticia. Por lo tanto, la escasa profundidad crediticia que sigue presentando la economía argentina debe atribuirse a otros factores, según se comenta más abajo.

El difícil camino de convergencia a la normalidad

Si bien a lo largo de 2004 se consolidó la mejora evidenciada en 2003, todavía subsistían hacia fines de año algunos problemas heredados de la crisis y de la terapia específica implementada para lidiar con ella que planteaban riesgos considerables para las entidades financieras, y que podían ser un obstáculo para un comportamiento más dinámico en materia crediticia. Estos problemas estaban vinculados por un factor en común: las dificultades para asimilar en el activo un alto volumen de deuda pública de un país en cesación de pagos.

En primer lugar, el sistema financiero enfrentaba un alto nivel de exposición al sector público, equivalente a 40,9% del activo, consistente mayoritariamente en instrumentos de largo plazo cuya tenencia era difícil de desarmar. No obstante, la gradual amortización de estos activos y la aplicación de los flujos de caja resultantes a los pagos comprometidos en el esquema del *matching*, al incremento de los activos líquidos y a la expansión del crédito al sector privado permitían avizorar una solución de mediano plazo al problema. Por otro lado, los continuos ajustes a la baja en la valuación de los activos del sector público disminuían la exposición contable y, al mismo tiempo, mejoraban las condiciones para desprenderse de estos activos. Además, el superávit fiscal implicaba que el stock de deuda pública tendría una tendencia decreciente y que la solvencia del estado mejoraría, disminuyendo el riesgo asociado a una determinada exposición al sector público. Estas consideraciones se verían adicionalmente reforzadas por las consecuencias del canje de deuda de 2005. En definitiva, la exposición al sector público siguió una trayectoria monótona decreciente hasta el año 2009.

[38] Entre otras medidas, se permitió clasificar a los deudores comerciales con deudas inferiores a $5 millones en base a un criterio basado exclusivamente en los atrasos registrados en el servicio de la deuda, con lo cual se evitaba tener que efectuar una proyección de flujos de fondos. Además, en el caso de deudores que hubieran formalizado convenios de pago en el marco de un concurso preventivo, se podían reclasificar sus deudas en situación normal, y brindarles financiamiento, tomando en cuenta su capacidad de pago, en lugar de los porcentajes de cancelación del capital refinanciado. También se incrementaron los porcentajes de nuevo financiamiento que se podía otorgar a empresas en las categorías 2 a 5, pero permitiendo que las previsiones correspondieran a una situación normal (1%), y se flexibilizaron restricciones para la refinanciación de deudas bancarias. Se admitió la financiación a clientes en situación irregular en otra entidad sin tener que constituir previsiones por *efecto arrastre*, y se ajustó el previsionamiento requerido en función de las pérdidas por quitas de capital (bajo el argumento de que dichas quitas aumentan la cobrabilidad del crédito restante). En 2007 se institucionalizaron definitivamente estos criterios, al establecerse una dinámica de mejora de la clasificación del deudor refinanciado, en función del pago de un porcentaje mínimo de la deuda o de las cuotas canceladas puntualmente para cada categoría.

[39] Por ejemplo, es posible que los porcentajes de previsionamiento sean un poco bajos en algunas categorías, y merezcan ser recalibrados. Además, sería conveniente introducir algún grado de diferenciación por línea de crédito, para reflejar su distinto grado de cobrabilidad en la práctica, fenómeno que se observa frecuentemente aún cuando se trate de préstamos a un mismo deudor.

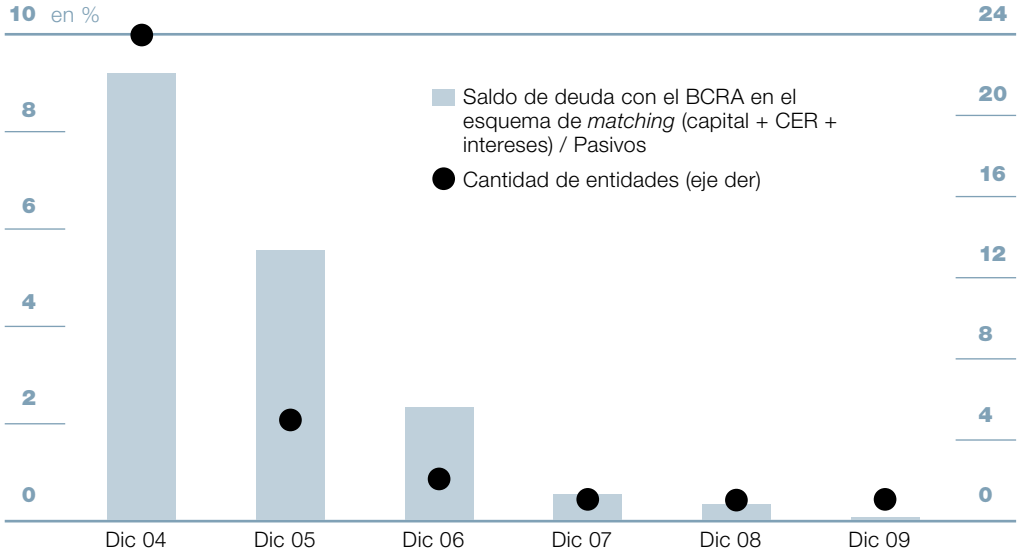
[40] El activismo normativo en materia crediticia también se reflejó en el intento de impulsar el crédito hipotecario a sectores de recursos relativamente limitados.

En segundo lugar, el sistema enfrentaba dos descalces de moneda. Uno generado por el exceso de activos indexados en relación con los pasivos del mismo tipo, y otro determinado por la existencia de una posición neta positiva en moneda extranjera.

El primer descalce era una consecuencia de la tenencia de activos de largo plazo a tasa de interés fija ajustables por inflación (reales) y pasivos a corto plazo a tasa de interés de mercado no ajustables (nominales). Esto implicaba que los resultados de las entidades tenían una alta sensibilidad a las variaciones de la tasa real de interés, y era el más problemático de los dos descalces arriba mencionados, tanto debido a la magnitud de la exposición al riesgo involucrada (142% del PN), como por su impacto negativo sobre la generación de crédito, particularmente de largo plazo.

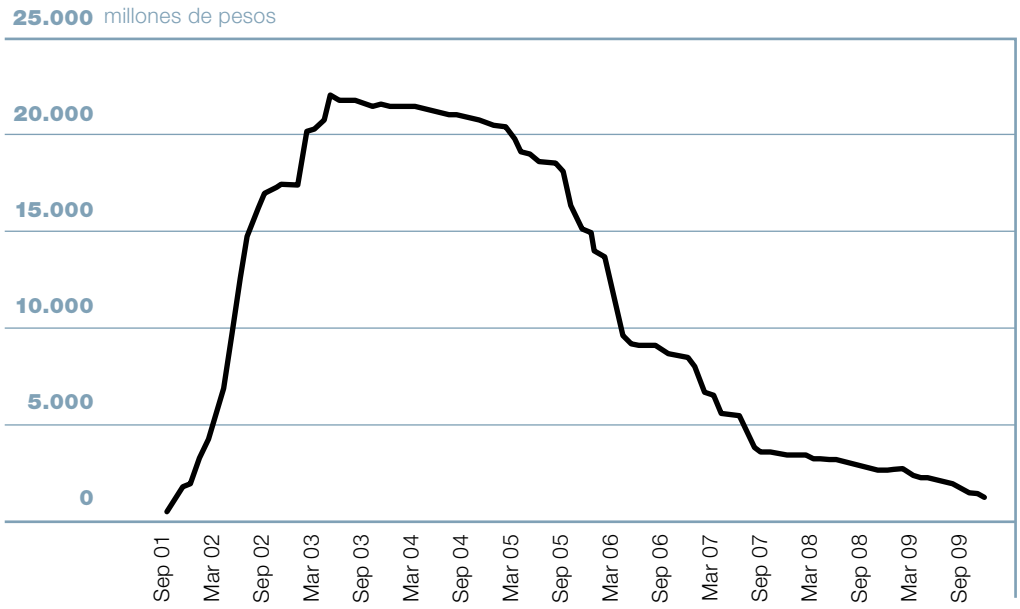
Un elemento que, paradójicamente, dificultaba la solución del problema eran las facilidades normativas de que gozaban los activos ajustables introducidas en abril de 2003 y sus modificaciones posteriores, tanto en materia de exigencias

Gráfico 7. Endeudamiento con el BCRA. Esquema de *matching*. Sistema financiero



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Gráfico 8. Redescuentos y adelantos por iliquidez.



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

prudenciales como en lo que respecta a su valuación, ya que implicaban que los bancos registrarían pérdidas contables si pretendían disminuir las tenencias que generaban el descalce en cuestión mediante su venta en el mercado. Pero dada la trayectoria generalmente descendente que tuvieron las tasas de interés reales en los siguientes años, y la tendencia ascendente de la inflación, el descalce terminaría por generarles resultados positivos a los bancos, y su trayectoria como porcentaje del patrimonio neto fue monótonamente decreciente.

El considerable descalce de moneda se manifestaba en una posición neta activa *(larga)* equivalente a 41% del patrimonio neto a diciembre de 2004, originada en la recepción de compensaciones en dólares (Boden) y la cancelación de los pasivos en moneda extranjera (ya sea por reestructuración o capitalización de deudas). En esas condiciones, la apreciación del peso tenía un impacto negativo sobre el patrimonio de los bancos. No obstante, la magnitud de este descalce era mucho menor si se valuaban los títulos públicos en dólares a precios de mercado, de modo que, desde esta perspectiva, la posición larga en dólares no planteaba un riesgo serio a mediano/largo plazo y podía atenuarse si dichos activos se revaluaban.

Finalmente, el sistema financiero mostraba un importante descalce de plazos, hecho también vinculado con la significativa exposición al riesgo de sector público. En consecuencia, el aumento de las tasas de interés de largo plazo podía generar un impacto patrimonial negativo, en tanto una inversión de la curva de rendimientos ocasionaría un deterioro de la relación entre ingresos y egresos financieros.

En este escenario, la política del BCRA en los siguientes años buscó crear condiciones para una fuerte expansión del crédito al sector privado, lo cual permitiría atenuar los descalces mencionados, al mismo tiempo que se fomentaba la generación interna de capital por parte de las entidades, creando condiciones para que éstas obtuvieran resultados positivos. Pero algunas medidas planteaban conflictos entre los objetivos perseguidos. En este sentido, las autoridades consideraron que hacia fines de 2004 había condiciones para una aceleración del cronograma de cancelación de redescuentos en relación al previsto en el esquema de *matching*.

Las entidades poseían altos niveles de liquidez que superaban la exigencia y el BCRA estaba interesado en generar mecanismos para absorber fondos del mercado de dinero y moderar el sesgo expansivo que estaba teniendo la política monetaria. Además, para las entidades resultaba muy ventajoso cancelar un fondeo que en las condiciones prevalecientes resultaba caro (3,5% + CER). Estas razones llevaron a establecer un procedimiento en diciembre de 2004 por el cual podían realizar adelantos de cuotas para acelerar el cronograma de cancelación previsto[41].

[41] La limitación del mecanismo de cancelación anticipado previsto en el diseño original era su carácter irreversible. En diciembre de 2009 una entidad pública canceló su última cuota pendiente. El último banco privado canceló en febrero de 2007.

Como contrapartida, la cancelación anticipada y el adelanto de cuotas reducían la madurez del fondeo, aumentando el descalce de plazos heredado de la crisis 2001-2002. Pero mejoraban la solvencia, al contraerse el endeudamiento ajustable por CER (debido al menor costo de fondeo) aunque, por otro lado, aumentaban la posición activa en instrumentos ajustables y, por ende, la magnitud del descalce de tasa de interés real que tenía el sistema financiero.

En definitiva, los mecanismos de transición establecidos por el BCRA en 2002-2003 probaron ser suficientes para darle tiempo al sistema a *curar sus heridas,* aprovechando el impacto favorable de un largo período de crecimiento económico ininterrumpido y la mejora significativa de la solvencia estatal.

El sistema bancario emerge fortalecido luego de 2005

Entre los años 2005 y 2009, tras superar la etapa más dura de la crisis, y ya habiéndose ajustado el marco regulatorio al nuevo régimen económico, el sistema financiero continuó recuperándose y hubo una mejora sostenida de los indicadores de solvencia, rentabilidad, calidad de cartera y eficiencia, mejora que no se detuvo en 2009 a pesar de la recesión.

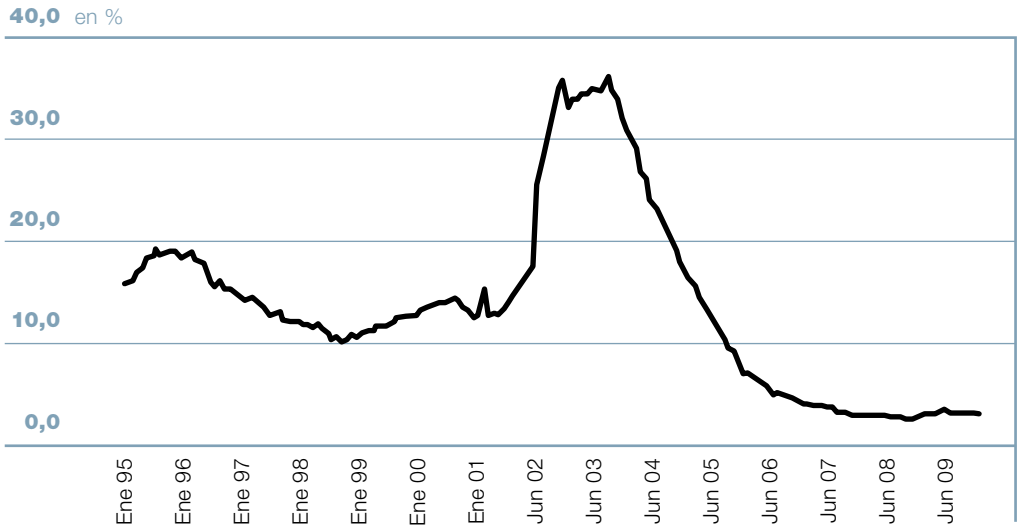
En primer lugar, la integración de capital de los bancos en relación a los activos ponderados por riesgo (RPC/APR) fue aumentando progresivamente, al pasar de un mínimo de 14% a fines de 2004 a casi 19% en diciembre de 2009[42]. No sólo aumentó el nivel de capitalización del sistema sino que también se produjo una mejora de la calidad del capital, en la medida en que disminuyó la participación de activos con valuaciones especiales en el patrimonio.

[42] Si se valúan los títulos públicos a precios de mercado, el capital recién se habría tornado positivo a nivel agregado en 2004 y sólo habría superado a la exigencia en el segundo trimestre de 2006.

En segundo lugar, la rentabilidad del sistema mostró una mejora sostenida, al dejar atrás los quebrantos del período 2002-2004 y registrar resultados positivos que aumentaron desde 0,9% de los activos (netos) en 2005 a un ROA de 2,4% en 2009. Hay que destacar que los resultados no atribuibles a la herencia del pasado fueron considerablemente mejores. El mayor peso del crédito al sector privado, que casi duplica su participación en el activo total entre 2004 y 2009 (de 19,6% a 38,4%), explicó el aumento del resultado por intereses, ya que los *spreads* en 2009 fueron semejantes al promedio de los registrados en los años 2004-2005. En comparación con el ROA promedio de 0,7% registrado en el período 1996-1998 (los años de apogeo de la convertibilidad), el sistema que emergió de la crisis tiene una rentabilidad más alta, diferencia que es aún más pronunciada en el caso del ROE.

En tercer lugar, la cartera irregular continuó reduciéndose desde 18,6% de las financiaciones en diciembre de 2004 a 3,5% en diciembre de 2009. Tal vez éste sea el aspecto en que más mejoró el sistema financiero en comparación con su desempeño en la segunda mitad de la década del noventa, lo cual se refleja en la caída de los cargos por incobrabilidad. En los años de más baja mora en dicho período (1997-1998) la cartera irregular fue equivalente, en promedio, a 13% de las financiaciones al sector privado no financiero, y generaba cargos por 1,3% del activo en promedio, frente a 0,5% en 2008-2009.

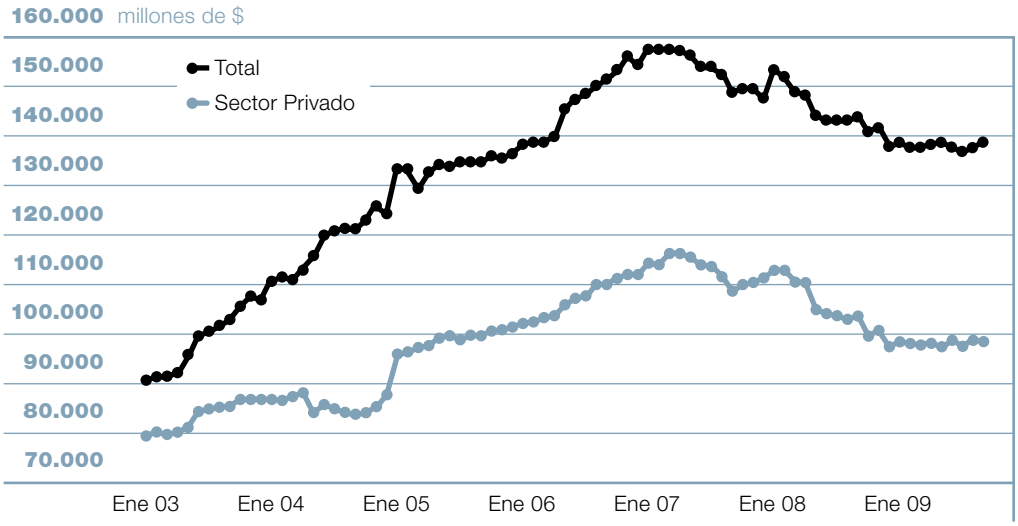
Gráfico 9. Cartera irregular / total



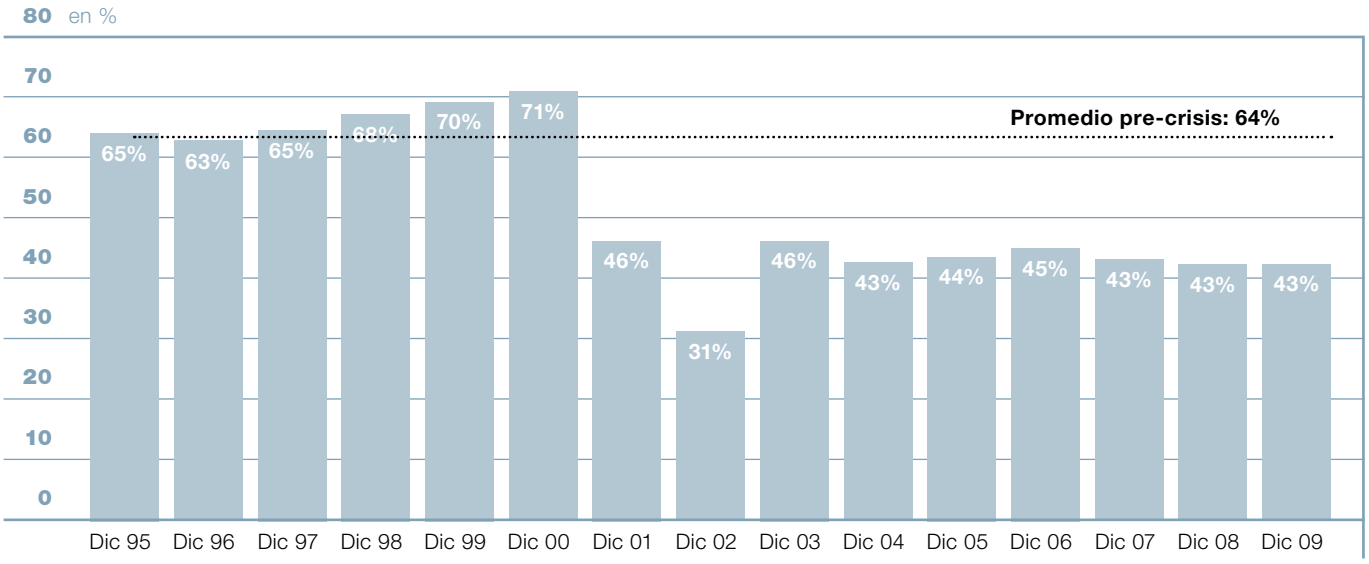
Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Gráfico 10. Evolución de los depósitos bancarios

Depósitos en términos reales

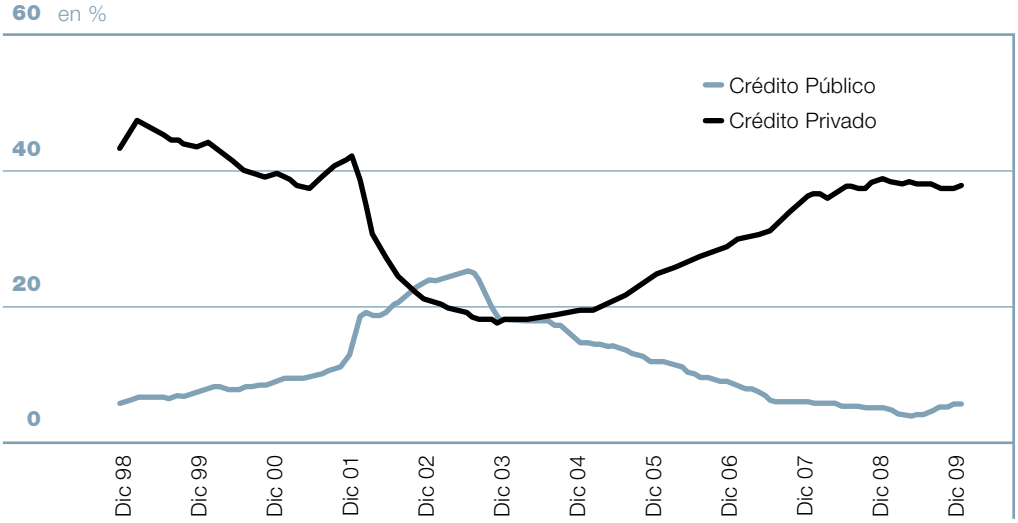


Depósitos Plazo Fijo del Sector Privado no Financiero. Depósitos Plazo Fijo / Depósitos totales



Fuente: Banco Central de la República Argentina y elaboración propia a partir de datos de precios de Buenos Aires City-UBA (véase nota 16).

Gráfico 11. Riesgo de Crédito Público y Privado. En % del Activo - Promedio móvil 3 meses



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

En cuarto término, el sistema bancario también hizo progresos en materia de eficiencia, lo cual se reflejó en la evolución de la cobertura de los gastos administrativos con el margen financiero y los resultados por servicios, indicador que subió de 115% en 2004 a 196% en 2009, a pesar de los fuertes aumentos de las remuneraciones, y es superior al promedio de 149% del período 1999-2001, los mejores años de ese indicador antes de la crisis. En comparación con el segundo quinquenio de la convertibilidad, tanto el margen financiero como los resultados por servicios fueron más altos en 2007-2009, mientras que la incobrabilidad fue más baja.

La evolución monetaria y crediticia

La mejora consistente de los indicadores arriba mencionados no fue acompañada por un desempeño semejante de los agregados monetarios y crediticios a lo largo de todo el período 2005-2009. Estos detuvieron su trayectoria ascendente en moneda constante en 2007, tanto como consecuencia del impacto de la crisis global como de la desconfianza producida por la intervención del INDEC. En el segundo trimestre de ese año se produce una caída de los depósitos, seguida más tarde, en enero de 2008, por un quiebre de la tendencia alcista de los préstamos al sector privado. En efecto, entre diciembre de 2004 y abril de 2007 los depósitos privados aumentaron un 32,9% en términos reales para alcanzar el máximo de la serie histórica post crisis con una relación depósitos privados/PIB que ascendió a 16,3% en el primer trimestre de 2007, aún bien por debajo del promedio de 24,5% del período 1998-2000. Luego los depósitos del sector privado en términos reales tuvieron una trayectoria descendente (-16,4%) hasta tocar un mínimo en mayo de 2009, pero hacia fin de dicho año habían crecido 4,2%. En el mismo período el M3 privado cayó de 24% a 19% del PIB.

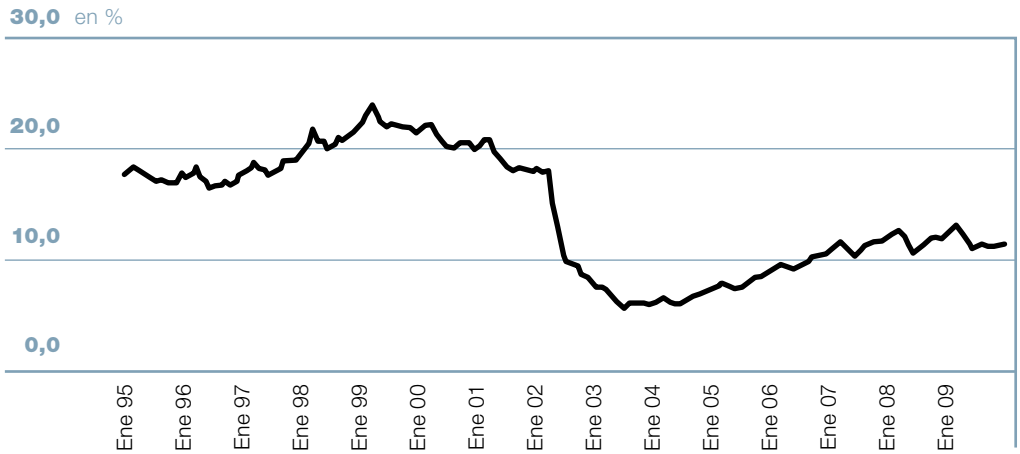
Finalmente, debe enfatizarse la debilidad que implica el alto nivel de la relación entre depósitos transaccionales y plazos fijos (depósitos con fines de *ahorro*), variable que, al igual que la demanda por efectivo, sufrió un cambio estructural a raíz de la crisis.

Por el lado del crédito la evolución fue un poco más dinámica hasta 2007. No obstante, el progreso registrado no permitió recuperar la profundidad crediticia observada en la segunda mitad de la década del noventa. En el período 2004-2007 la relación préstamos/PIB subió de 7,1% a 11,7%, un nivel todavía muy por debajo del promedio de 22% registrado en el período 1998-2000. A partir de enero de 2008 los préstamos al sector privado no financiero inician una tendencia decreciente (en términos reales). El tamaño del activo del sistema resultaba, en moneda constante, claramente inferior al existente bajo el régimen bancario de la segunda mitad de la década del noventa, a pesar que el PIB era aproximadamente un tercio mayor.

Fuga de capitales: la transmisión financiera de la crisis global y los factores internos

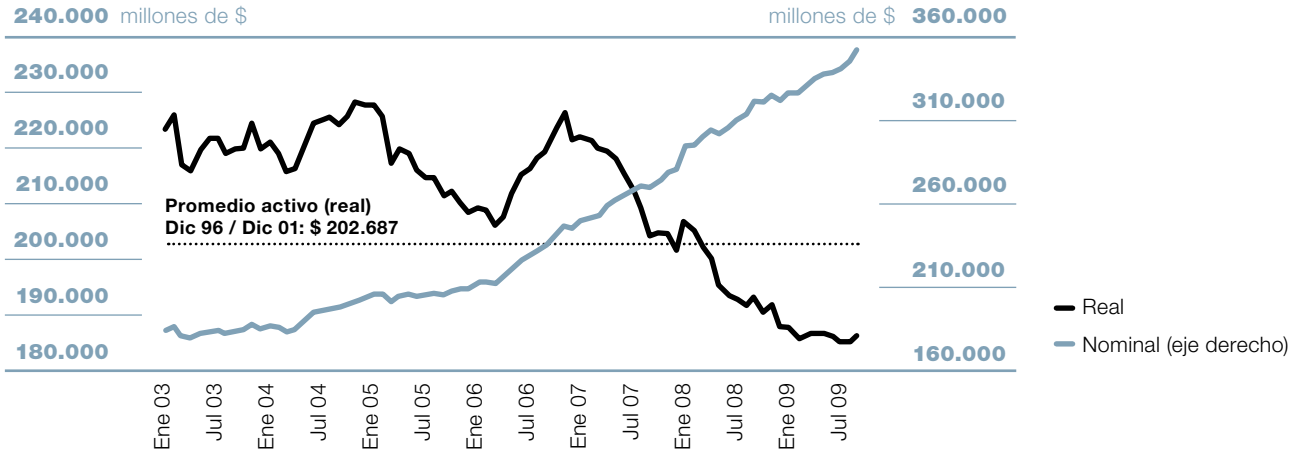
Diversos factores provocaron la reversión del proceso de remonetización luego del primer trimestre de 2007. Por una parte, la crisis global se transmitió a la economía a través del canal financiero, y estimuló la salida de capitales privados. Pero, como ya se señaló, la ralentización de la dinámica de los agregados monetarios y crediticios fue exacerbada por perturbaciones de origen interno que promovieron la desconfianza, como la manipulación de las estadísticas de inflación y, posteriormente, la estatización del sistema previsional privado. La percepción de que las autoridades proceden con un alto grado de arbitrariedad en sus decisiones generó

Gráfico 12. Préstamos Sector Privado no Financiero / PBI



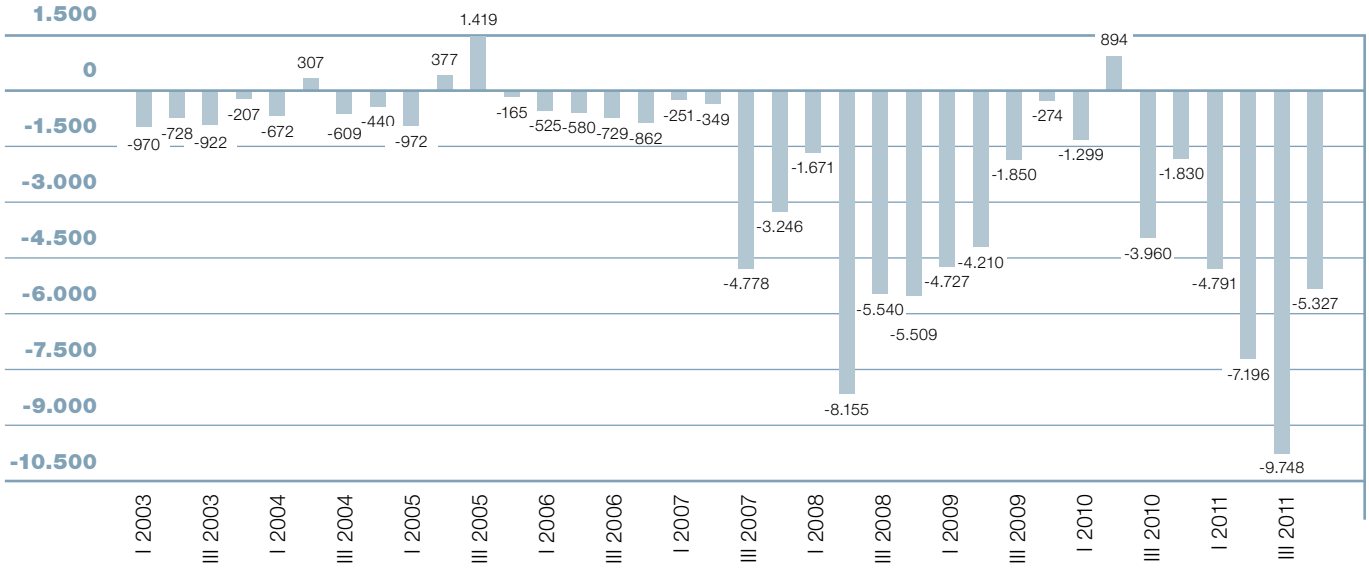
Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Gráfico 13. Activo neteado del sistema financiero



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Gráfico 14. Evolución de la formación de activos externos del sector privado no financiero. En millones de dólares



Nota: A la serie del Balance Cambiario allí denominada *Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero* se le ha restado la variación de los depósitos de los bancos locales en el BCRA, en dólares. Las cifras del balance cambiario proceden esencialmente de las estadísticas del Mercado Único y Libre de Cambios. Parte de las compras de dólares efectuadas por el Sector Privado no Financiero se canalizan hacia depósitos en dólares en los bancos locales y, una fracción de esos fondos, se canalizan a su vez hacia el BCRA como reservas en dólares de los bancos. Si bien esos fondos reflejan la toma de posición en activos *en dólares* del SPNF, no se trata propiamente de activos externos en su poder (es decir, de activos contra *no residentes*). El correspondiente activo del SPNF está constituido por los depósitos locales en dólares, que no son un pasivo del resto del mundo sino de otros agentes residentes (los bancos).

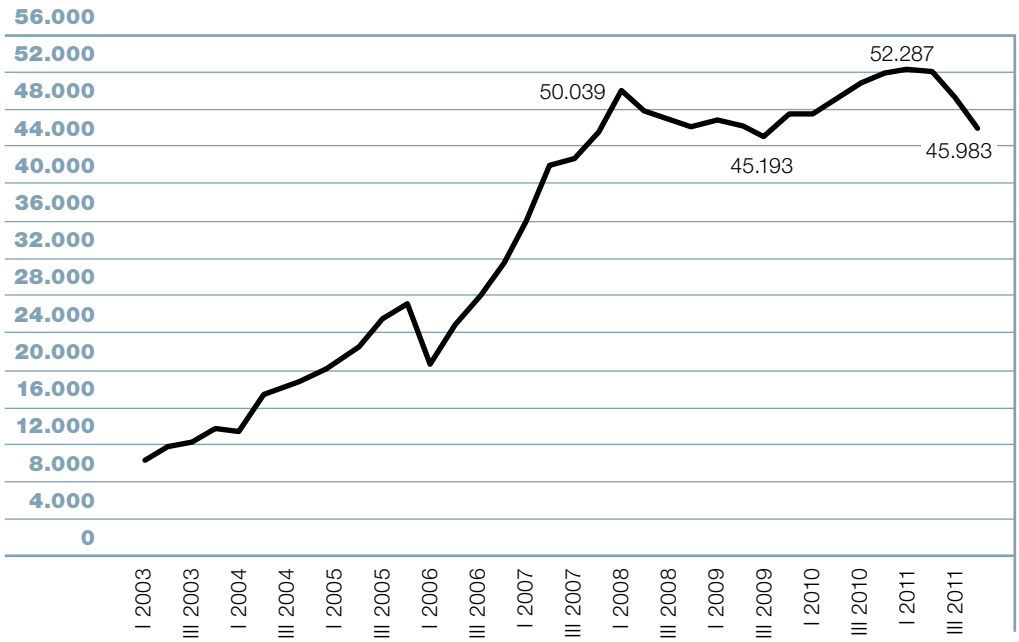
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

un clima negativo para la confianza del público, que se reflejó en salida de capitales, debilitamiento del dinamismo de la inversión y en una retracción tanto de la oferta como de la demanda de crédito, en un contexto de marcada *preferencia por la flexibilidad.* Esos factores de origen interno operaron exacerbando el impacto del canal financiero de transmisión de la crisis global. Por ese motivo, las repercusiones en la Argentina fueron particularmente intensas, superando a las observadas en países con posiciones externas y fiscales *a priori* más vulnerables.

Como puede verse en el *Gráfico 14,* las salidas de fondos registradas en el balance cambiario de la Argentina se hicieron muy marcadas a partir del segundo semestre de 2007, en consonancia con el estallido de la crisis *sub-prime* en EE.UU. y reflejando el creciente convencimiento por parte del público de que la intervención del INDEC no era un hecho pasajero. Se registraron picos especialmente intensos, como el del segundo trimestre de 2008, asociado al conflicto del gobierno con el sector agropecuario. Como en otros episodios históricos, dicha tendencia se vio acompañada por un aumento del grado de dolarización de los depósitos, que fue particularmente acentuado en el caso de los plazos fijos, donde la participación de las imposiciones en moneda extranjera subió de 18,1% a 35,8% entre marzo de 2007 y junio de 2009.

Por su magnitud, aunque no por sus consecuencias, la salida de fondos producida a partir del tercer trimestre de 2007 y extendida hasta fines de 2011 sólo es comparable a lo observado en los episodios de fuga de capitales más traumáticos en la historia del proceso de integración financiera internacional del país, como los acontecidos bajo el programa de la *tablita cambiaria* de 1978-81, y en dos oportunidades bajo el régimen de convertibilidad: en ocasión de la crisis mexicana (1995), y en la fase final de ese régimen en 2000-2001. Pero esta vez, el contagio de una crisis internacional encontró a la Argentina en una posición externa y fiscal que la hacía mucho menos vulnerable que antaño. La histórica fragilidad externa de la economía argentina, que ha sido su verdadero talón de Aquiles, fue atenuada por la generación sistemática de saldos positivos en la cuenta corriente del balance de pagos, gracias a sostenidos superávits en el comercio con el resto del mundo.

Gráfico 15. Stock de reservas internacionales del BCRA.
Valor a fines del período, en millones de dólares



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

En definitiva, y a diferencia de los otros episodios de salidas masivas de capitales que hemos mencionado, en este caso se pudo satisfacer la demanda de activos externos del sector privado con el flujo de superávit comercial, esencialmente, y no hubo necesidad de apelar a las reservas del BCRA. No obstante, la escasa reducción de las reservas en 2009 también se debe a que el Banco Central obtuvo recursos del BIS (el Banco de Basilea) y, ya en el cuarto trimestre de ese año, se produjo el ingreso de los DEGs asignados al país por el FMI (equivalentes a u$s 2.620 millones). Además, el aumento de los depósitos de los bancos en moneda extranjera en el Banco Central, reflejo de cierta dolarización de los depósitos privados asociada a la salida de capitales, fue una contribución adicional al sostenimiento de las reservas. La declinación del acervo de reservas se acentuaría, sin embargo, especialmente en 2011, como se observa en el *Gráfico 15.*

Además del superávit comercial, que permitió un paulatino descenso del endeudamiento externo neto, en el terreno de las finanzas públicas la economía pasó, como resultado del ajuste fiscal posterior a la crisis de 2001-2002, a generar sostenidamente resultados superavitarios. Esto redujo los requerimientos de fondos a la renovación parcial de compromisos que iban venciendo, a lo cual se sumó el impacto favorable de la reestructuración de deuda en 2005. El canje correspondiente disminuyó los pasivos externos y postergó en el tiempo el perfil de vencimientos, además del impacto del crecimiento del PIB y las exportaciones, que redujeron aún más el peso relativo del servicio de la deuda.

Este paulatino *proceso de desendeudamiento* a partir de 2002 también tuvo como protagonista al sector privado. En efecto, la deuda externa del mismo disminuyó desde u$s 78.880 millones en diciembre de 2001 a u$s 55.450 millones en septiembre de 2009 (de 297% a alrededor de 85% de las exportaciones de 2010). En el caso particular del sector financiero, la deuda externa cayó de u$s 16.400 a u$s 3.800 millones, en gran medida como resultado de capitalizaciones de deuda por parte de casas matrices del exterior. A diferencia del sector privado no financiero, el sector bancario canceló en términos netos préstamos financieros y líneas de crédito en 2007 y 2008.

El hecho es que la economía argentina se ha *desapalancado* en los últimos años, y ha dejado de depender del ahorro externo. Esta es una diferencia esencial, aunque no la única, cuando se compara este episodio de fuertes salidas de capitales con otros del pasado. Tanto bajo la *tablita* cambiaria de fines de los setenta, cuanto en ocasión del efecto Tequila y en la fase final de la convertibilidad, la economía presentaba una mayor vulnerabilidad externa, en la forma de déficit en cuenta corriente relativamente grandes y crecientes, en contextos de fuerte apreciación cambiaria. Además, en los tres casos, el sistema financiero registró una acelerada expansión en la fase previa a la salida de capitales, alimentada precisamente por fuertes ingresos de capitales del exterior. Tanto en 1981 como en 2002 el *descalce* de monedas generado por los préstamos a los sectores productores de bienes no transables, y el subsidio que, implícitamente, tenía el crédito en dólares, tuvieron consecuencias devastadoras. En cambio, el desaliento deliberado de la dolarización, la minimización normativa del descalce de moneda y la ausencia de atraso cambiario, moderaron significativamente la fragilidad del sistema en 2007-2009. Esto se manifiesta en que los préstamos en moneda extranjera tienen una participación baja en el crédito total al sector privado (14,8%) comparado con la década del noventa (65% en promedio, en 1998-2001).

Small is beautiful?

Sin embargo, también es cierto que la propia estrechez de la intermediación financiera interna contribuye a que el sistema bancario sea menos vulnerable, ya que las escasas magnitudes involucradas le dan un mayor poder relativo al Banco Central como prestamista de última instancia. De manera algo paradójica, en una economía financieramente aislada de los mercados internacionales y con una muy escasa intermediación financiera interna, esas notables carencias resultaron en una relativa ventaja frente a la crisis financiera internacional, ya que contribuyeron, junto con los cambios en el sistema regulatorio que se han examinado, a atenuar la transmisión de los impulsos externos negativos, limitando, de ese modo, su gravitación sobre las variables macroeconómicas internas.

La reducida dimensión de la intermediación financiera interna también explica la relevancia secundaria de la política monetaria en la determinación de la demanda agregada y, en consecuencia, la menor potencialidad de la misma para ser utilizada como freno cuando se requiere moderar el aumento del gasto de origen privado, como era la situación durante la aceleración inflacionaria posterior a 2004[43]. Pero de todos modos las autoridades no intentaron implementar una política monetaria contracíclica. En verdad convalidaron el fuerte impulso sobre la demanda agregada originado en el sector fiscal y la política de ingresos. No obstante, sí adoptaron medidas para atenuar el impacto que las turbulencias financieras externas que comenzaron en 2007 tuvieron sobre las entidades bancarias y en el mercado cambiario.

[43] Sin embargo, se podría argumentar que, en la medida en que los préstamos son de corto plazo y exigen un *rollover* continuo, un aumento significativo de la tasa de interés puede tener cierta potencia, pero su efecto es más disruptivo porque afecta fundamentalmente el capital de trabajo y no el crédito para inversión. Por otro lado, en un contexto como el argentino, un aumento de las tasas de corto plazo afectaría muy negativamente la rentabilidad de los bancos, que se han beneficiado de tasas reales de fondeo fuertemente negativas.

Política monetaria: dilemas y situaciones de *stress*

Una vez superada la etapa más crítica de la crisis, y habiéndose desplomado las distintas tasas de interés de mercado entre el segundo semestre de 2002 y el primer semestre de 2003, la política monetaria recorrió un camino casi totalmente despejado de dificultades hasta principios de 2007. El natural proceso de remonetización de una economía en crecimiento generaba un aumento continuo de la demanda de dinero al mismo tiempo que los bancos dejaban de necesitar la ayuda del BCRA y, por el contrario, iban cancelando la asistencia recibida mientras mejoraban su posición de liquidez. Las tasas de mercado tuvieron una disminución pronunciada, acompañando la reducción de las tasas de política, y a fines de 2003 y en los primeros meses de 2004 tocaron mínimos, hasta allí históricos. Es a partir de ese momento en que el BCRA comienza a montar un nuevo esquema de regulación monetaria, mediante el establecimiento de un mercado de pases (activos y pasivos) contra Lebac y Nobac, con el objetivo de establecer un *corredor* de tasas, en el marco de un programa de fortalecimiento de sus instrumentos de política.

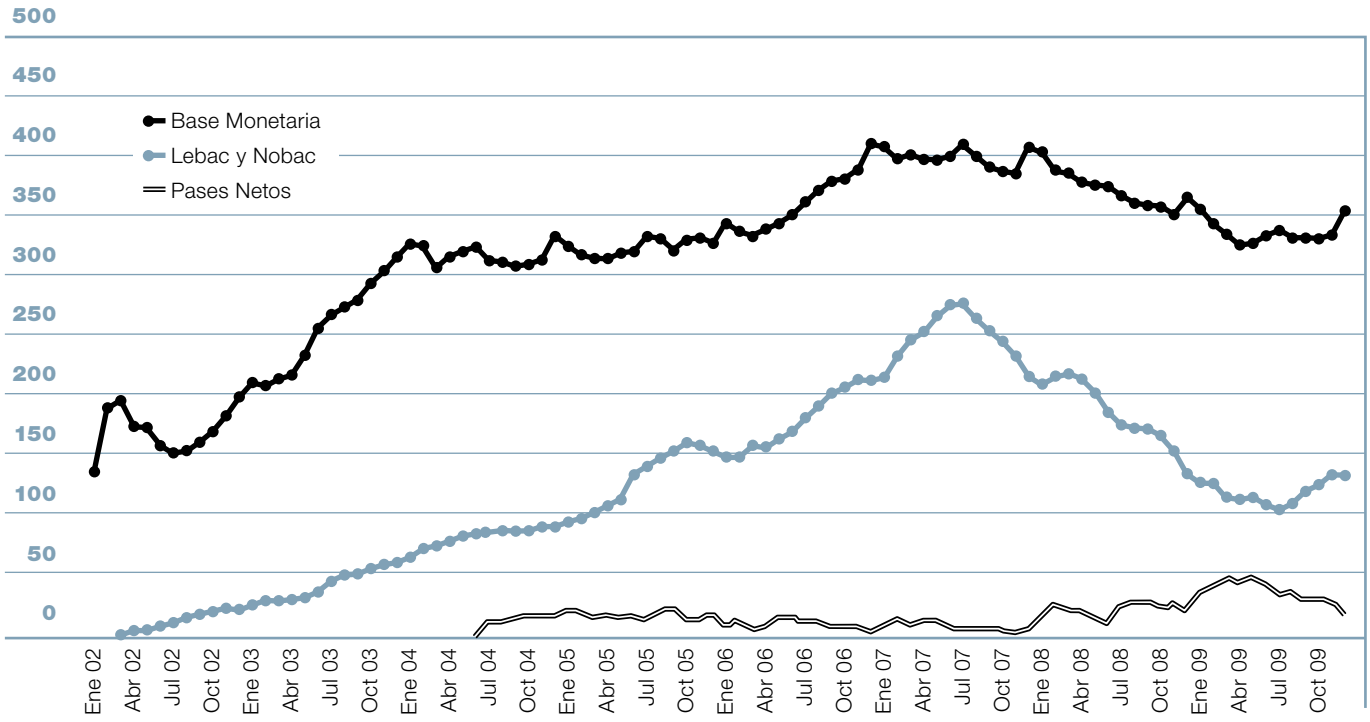
En 2005 se intentó moderar el exceso de liquidez en la economía mediante la suba progresiva de las tasas de pases y el aumento del monto y las tasas en las colocaciones de Lebacs y Nobacs. Complementariamente, en junio se introdujo una norma para frenar la entrada de capitales especulativos, al exigirse la constitución obligatoria de depósitos no remunerados de 30% *(encaje)*. Pero posteriormente se abandonó todo esfuerzo por aplicar una política monetaria contracíclica. La tendencia general ascendente de las tasas de pases pasivos y Lebacs en los siguientes años estuvo asociada a una caída de la tasa real y representó, en realidad, una política monetaria crecientemente acomodaticia. Las tasas (promedio) de los plazos fijos han sido sistemáticamente negativas en términos reales desde fines de 2003 hasta la actualidad.

En efecto, ya terminando el año 2006, y con el proceso de remonetización en fuerte desaceleración, el período *fácil* de la política monetaria estaba llegando a su fin, y el BCRA enfrentaba, finalmente, un serio dilema entre el objetivo de contribuir a combatir las presiones inflacionarias y el desafío de frenar o atenuar el proceso de apreciación cambiaria, el que resultaba insoluble si las autoridades no estaban dispuestas a aumentar las tasas de interés. La segmentación efectiva del mercado permitida por el *encaje* hacía que esta estrategia resultase una alternativa más viable para lograr alguna combinación aceptable de los dos objetivos que en un contexto de libre movilidad de capitales.

Desde el segundo semestre de 2002 y hasta mediados de 2007, la entidad había intervenido continuamente en un mercado cambiario con permanente exceso de oferta de divisas, al tiempo que esterilizaba el efecto monetario expansivo de dicha intervención colocando letras de corto plazo (Lebacs y Nobacs), fenómenos que pueden observarse en el *Gráfico 16.*

Cabe señalar, sin embargo, que la esterilización mediante la colocación de letras fue resultando insuficiente una vez que el proceso de remonetización post crisis se fue desacelerando y comenzó cierta declinación del superávit fiscal y de su efecto contractivo, al tiempo que el cronograma de cancelación de redescuentos se fue agotando, tras alcanzar un máximo en 2005 y 2006. Dadas estas tendencias, las compras de divisas por parte del BCRA se manifestaron en un aumento notable del circulante, que llegó a 8,5% del PIB en el primer trimestre de 2007. La acumulación de *dinero excedente* no absorbido contribuyó, a la postre, al aumento de la tasa de inflación observado. Pero el contexto cambió abruptamente a mediados de 2007, en el primero de varios episodios sucesivos de recrudecimiento de la salida de capitales. Las salidas de fondos que se registraron en el tercer trimestre comenzaron a afectar la liquidez interna y el BCRA pasó, de esterilizar parte de la emisión que hasta entonces se originaba en el sector externo, a recomprar Lebacs y Nobacs,

Gráfico 16. Evolución de indicadores monetarios reales (en millones de pesos de 1999)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y de Buenos Aires City, centro de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA.

justamente con el propósito de estabilizar el mercado cambiario. Un segundo episodio se observó a partir del segundo trimestre de 2008 (conflicto con el campo y, más tarde, caída de Lehman Brothers), cuando se registró un récord de salida de capitales de la serie histórica hasta ese momento, que obligó al BCRA a ajustar las tasas de interés. Y entre septiembre y diciembre del mismo año (estatización de las AFJPs) volvió a acelerarse la salida de fondos y las tasas de interés de mercado (Badlar de bancos privados, *call* y plazos fijos) alcanzaron niveles muy elevados, que no se registraban desde el último trimestre de 2002 y los primeros meses de 2003, lo cual obligó al BCRA a proveer liquidez de manera masiva. Tras este episodio, la salida de capitales continuaría con fuerza hasta después de las elecciones legislativas de junio de 2009, y sería muy pronunciada en los meses previos a las elecciones presidenciales de octubre de 2011.

4. Reflexiones finales

El sistema financiero argentino ha sido repetidamente sacudido por crisis generadas a raíz de profundos desequilibrios macroeconómicos, los que tuvieron impactos negativos muy fuertes y fueron generalmente más disruptivos que lo observado en otros países frente a situaciones similares. Los depositantes sufrieron pérdidas de capital (en ocasiones muy significativas) repetidas veces a lo largo de las décadas. Por ese motivo, no es un hecho casual que la Argentina sea el país con la historia de corridas bancarias más frondosa de la región[44].

Teniendo en cuenta esta marcada vulnerabilidad, en la década del noventa las autoridades hicieron un gran esfuerzo por mejorar los estándares de regulación y supervisión[45], motivadas, además, por la obvia rigidez del esquema de convertibilidad. Pero la crisis, y particularmente sus manifestaciones anticipadas, produjeron una reversión del proceso de migración a esos estándares que comenzó bastante antes del estallido final[46]. La *dominancia macroeconómica* se impuso a los intentos voluntaristas de consolidar la plena vigencia de un régimen prudencial y de supervisión moderno y exigente. Esto no significa argumentar que el diseño de entonces fuera óptimo, ni siquiera que estuviera correctamente adaptado para el régimen macroeconómico prevaleciente, sino que simplemente no ha habido en la Argentina tiempo suficiente bajo un determinado marco regulatorio como para poder extraer conclusiones robustas acerca de sus virtudes y defectos con el régimen funcionando a pleno.

Tras la crisis, las autoridades modificaron los aspectos del marco prudencial que eran claramente inadecuados bajo un régimen de tipo de cambio flexible con prestamista de última instancia y se tomó la decisión de reducir drásticamente el grado de dolarización dentro del sistema bancario. Pero el objetivo de largo plazo siguió siendo el de retomar el proceso de convergencia a la vigencia plena, aunque con los importantes ajustes mencionados, del marco regulatorio estándar diseñado en la década del noventa.

A dicho marco se lo suavizó, en el margen, a través de un conjunto de normas que relajan los requisitos en materia crediticia, pero se trata de cambios con un impacto agregado modesto, tanto en la oferta como en la demanda de crédito. También fue modesta (y correcta) la decisión de las autoridades, en la práctica, de no *subirse al carro* del acuerdo de Basilea II, ya que al haber optado por el sistema estandarizado simplificado no se introduce ningún cambio sustantivo, y se tiene la ventaja típica

[44] Vale la pena destacar el hecho inusual de que, en un país con superávit fiscal y externo y bancos con abundante liquidez, se hayan verificado cinco episodios de inestabilidad, con caídas de depósitos, en los últimos años (julio-octubre 2007; abril-julio 2008; septiembre-diciembre 2008; abril-junio 2009 y noviembre de 2011 en los depósitos en dólares). Esto se explica en gran medida por la conducta adaptativa de los agentes tras una historia financiera excepcionalmente sufrida.

[45] Al respecto, véase Damill, Frenkel y Simpson (2010).

[46] Se suspendió la implementación proyectada de ciertos *refinamientos* normativos, se dio marcha atrás o se introdujeron franquicias.

de poder adoptar tardíamente un determinado sistema cuando ya ha sido probado y testeado por otros[47]. En este sentido, la crisis internacional mostró que Basilea II adolecía de serias deficiencias. El hecho es que el impacto de la eliminación de todas las restricciones regulatorias a la oferta de crédito percibidas como innecesarias ha sido marginal. Ciertamente, el crédito al sector privado creció fuertemente después de la recesión de 2009, pero a diciembre de 2011 aún no superaba el 14% del PIB y el plazo promedio de los (nuevos) préstamos en pesos (excluyendo adelantos y tarjetas de crédito) nunca superó los 36 meses en 2010-2011, tras alcanzar un máximo de 52 meses en septiembre de 2007.

[47] La implementación del sistema estandarizado (no simplificado) plantearía dificultades varias, y adoptar el sistema avanzado sería directamente utópico, independientemente de la valoración que se tenga de tal esquema.

Claramente, el *voluntarismo normativo* ha sido inefectivo en el terreno crediticio, y no porque haya sido víctima del determinismo macroeconómico. Las condiciones han sido favorables, y la situación específica del sector habría permitido, en un contexto de menor incertidumbre nominal, una dinámica del crédito diferente, de la mano de un comportamiento menos conservador por parte de las entidades.

En efecto, la *microeconomía* del sector no es mala. En primer lugar, los bancos cuentan a fines de 2011 con niveles de liquidez muy elevados, del orden de 27% de los depósitos totales, a pesar de lo cual su rentabilidad es mejor que en la década del noventa. Esto marca un aumento significativo respecto al 22,5% y 23% observado en 2006 y 2007, respectivamente, los años que, en la argumentación que se desarrolla más abajo, representan la *cuasinormalidad* que, de no haber sido perturbada por un conjunto de hechos disruptivos, podría haber señalado el comienzo de la construcción de un régimen de funcionamiento mucho más sano del sistema bancario. El alto nivel de liquidez está reforzado por la tenencia de Lebacs y Nobacs no afectadas a operaciones de pase, con lo cual la cobertura de depósitos supera el 37%. Pero eso no es todo, ya que los bancos pueden acceder a mecanismos especiales de liquidez contingente[48]. Esta situación de exceso de liquidez es anómala y refleja un equilibrio de muy bajo volumen en el mercado de crédito, a pesar de ser menor que el máximo histórico de 48% registrado a mediados de 2010.

[48] En los primeros meses de 2009 se estableció la posibilidad de licitar opciones de pases activos en pesos hasta un año de plazo, que se suma a las ventanillas de liquidez creadas en 2008, tales como la precalificación de activos (garantías) para el régimen de asistencia y la incorporación de Préstamos Garantizados y/o Bogar 2020 a la gama de instrumentos ya disponibles para tomar fondos. Hay cláusulas que benefician a los bancos que expanden el crédito.

En segundo lugar, la exposición al sector público se ha ido reduciendo gradualmente desde un nivel todavía superior al 40% en diciembre de 2004, y apenas ascendía al 10,4% del activo a diciembre de 2011 (4,1% en los bancos privados). La ironía es que éste no es un nivel en absoluto elevado internacionalmente, y es bastante menor que en otros países latinoamericanos como Brasil y México, pero, como se ha mencionado ya, la historia muestra que la deuda pública ha sido un lastre en la Argentina, y no un activo de bajo riesgo. Que se considere como algo natural que cuanto más baja sea la exposición al sector público mejor están los bancos ya es un hecho extraordinario, máxime teniendo en cuenta que la solvencia del estado mejoró significativamente tras el canje de 2005 y la reducción de la relación deuda/producto en la segunda mitad de la década, y que el perfil temporal de los vencimientos pasó a ser el más desahogado de la región.

En tercer término, también los descalces de tasa de interés real y de moneda se han reducido fuertemente y ya no representan riesgos significativos. Así, el primero de ellos, reflejando principalmente el impacto adicional del canje de PGs de principios de 2009, no representaba más que un 45% del patrimonio neto del sistema (15,2% en bancos privados) en diciembre de 2011. El descalce de moneda equivalía, en el mismo mes, a 27% del patrimonio neto (5,0% en bancos privados), lo cual está muy lejos de constituir una posición de debilidad.

El nivel de cartera irregular fue de apenas 1,4% en diciembre de 2011, notablemente bajo en términos históricos, aunque es en parte contrapartida de una conducta extremadamente conservadora de los bancos, a raíz de la incertidumbre prevaleciente.

Finalmente, el sistema financiero también registró un aumento de la rentabilidad en 2010-2011, cuando el ROE promedió 25%, un nivel elevado que constituye el máximo del período 1991-2011. Este resultado, no obstante, debe ser matizado por el hecho de que el patrimonio neto del sistema creció por debajo de la inflación en dicho período, lo cual significa que su base de capital no aumentó[49]. Las propuestas de distribución de dividendos[50] revelan que el sector no está atrayendo recursos adicionales.

[49] La falta de ajuste por inflación en los balances implica que la distribución de dividendos puede significar, en la práctica, una reducción del capital.

[50] *Reprimidas* por el BCRA mediante el aumento del *buffer* de capital (por sobre el mínimo) del 30% al 75% con el fin de evitar que los bancos extranjeros transfirieran beneficios a sus casas matrices.

Las serias limitaciones para alcanzar un nivel de intermediación acorde con el grado de desarrollo económico de la Argentina, y la fuerte divergencia en el riesgo percibido por el mercado en relación a otros países emergentes latinoamericanos, se torna más impactante debido a la falta de vulnerabilidades evidentes en las relaciones técnicas de los bancos que justifiquen el comportamiento del público. Al contrario, el sistema es sólido y conservador, como contrapartida de su diminuto tamaño. Por un lado se beneficia con el impuesto inflacionario, pero por otro lado no puede prestar a largo plazo y la salida de capitales puede plantearle un límite al adecuado crecimiento de los recursos prestables en el futuro.

En suma, ni la situación macroeconómica ni las condiciones específicas de los bancos (al menos con una lectura *abstracta* de los números, sin tomar en cuenta el contexto) explican por qué motivo una economía en rápido crecimiento no tuvo como correlato un mayor desarrollo financiero.

Una conjetura plausible remite al mencionado quiebre de la serie de depósitos en términos reales (caída de la demanda real de dinero) observada a principios de 2007. En ese momento el sistema financiero argentino perdió una valiosa oportunidad de converger hacia una mayor normalidad y aumentar la profundidad financiera. Este último argumento se sustenta en alguna evidencia que muestra que, de haberse proseguido en un camino racional, y aún con eventuales dificultades transitorias generadas por algún *shock* externo, hacia 2006 y principios de 2007 había indicios de que estaban surgiendo nuevos mercados o se estaban profundizando los ya existentes. Además, los *spreads* eran bajos en términos históricos.

La evidencia anecdótica de que había una oportunidad de continuar en un camino de normalización es la siguiente. En junio de 2006 una empresa dedicada al financiamiento de consumo, vinculada con un banco local, realizó la primera emisión en pesos en el mercado internacional y volvió a efectuar una colocación en moneda local en noviembre, en una emisión a cinco años a tasa fija. Los mínimos *spreads* de la deuda pública sobre *Treasuries* se observaron en el segundo semestre del mismo año, antes de que tuviera impacto la manipulación de las estadísticas de precios. Pero todavía en junio de 2007, el Gobierno Nacional hizo una colocación de títulos públicos ($1.500 millones de Bonar V) con características absolutamente inusuales para el mercado argentino: tasa fija en pesos a cinco años con amortización completa al vencimiento[51]. Aun dejando de lado estas emisiones excepcionales por sus características, el mercado de capitales parecía estar despegando hacia el primer semestre de 2007, con un aumento interanual de las emisiones privadas de 82%, asociadas casi en su totalidad a operaciones de financiamiento genuinos. Si se excluyen las emisiones vinculadas con reestructuraciones de deuda, el aumento

[51] El rendimiento implícito fue de 11,7% y la relación *bid-to-offer* 3,5.

fue de 264%, y varias empresas consiguieron financiamiento a plazos largos con tasa de interés fija (casi un cuarto de la deuda corporativa emitida en el semestre fue en moneda local o ligada al peso). Los bancos lideraron las colocaciones en pesos (76% del monto emitido), de las cuales las principales fueron a tasa fija, y los plazos fluctuaron entre tres y cinco años (en dólares lograron colocar a diez años). Estas fueron las últimas emisiones a tasa fija en moneda local. Desde entonces el incipiente mercado se extinguió[52].

La duración de los nuevos préstamos al sector privado no financiero llegó a 4,1 años en el primer semestre de 2007, doce meses más que en el mismo período de 2006 (excluyendo adelantos en cuenta corriente y financiaciones con tarjetas de crédito). El segmento de créditos hipotecarios también mostraba progresos considerables. A fines de 2006 la duración de los nuevos préstamos en esa categoría alcanzaba los 9,6 años, pero en el segundo semestre de 2007 ya había aumentado a un plazo promedio de 12 años.

La evidencia mencionada sugiere que, en retrospectiva, el período junio 2006-junio 2007 fue una *ventana de oportunidad* desperdiciada. Si la manipulación del IPC se hubiera revertido, el incipiente mercado por instrumentos en pesos a tasa fija habría retomado probablemente una senda ascendente. De hecho hubo emisiones en mayo y junio, a pesar de que ya desde enero la variación del IPC estaba fuertemente subestimada. Pero hay un factor que agravó fuertemente las dificultades que tiene el sistema financiero para poder alcanzar niveles de intermediación aceptables. En un entorno con tasas de inflación de dos dígitos no existe en la Argentina una unidad de cuenta indexada creíble, ya que el CER fue afectado por el descrédito del IPC. Cabe señalar que los depósitos ajustados por dicho índice llegaron a representar un máximo de 18% de los depósitos a plazo fijo en pesos en enero de 2005. Pero en marzo de ese año se implementó una política de extensión progresiva de los plazos mínimos de colocación en esa moneda (a lo largo del año se aumentó de 90 a 365 días) que afectó negativamente la oferta de fondos. El objetivo explícito fue extender la madurez del fondeo de los bancos, pero también hubo presiones del sector por reducir el costo del fondeo, y coordinar su reducción para todas las entidades, dada la percepción de que la inflación tendría una tendencia creciente.

La consecuencia fue que ya en enero de 2007, antes de la adulteración del IPC, la participación de los depósitos ajustados por CER había disminuido a 7,2% de los plazos fijos en pesos y con posterioridad tendieron prácticamente a desaparecer, tras haber representado un máximo de 17,3% de los mismos en noviembre de 2005[53].

También es cierto que la demanda de crédito ajustado por tal índice era todavía muy baja[54]. Pero se trata, precisamente, de un instrumento que puede ser útil en contextos de inflación moderada. Su destrucción ha dejado al sistema financiero argentino sin posibilidad alguna de generar crédito de largo plazo bajo condiciones de mercado con el actual marco normativo: el crédito en pesos es de corto plazo y el crédito en dólares está prácticamente restringido al sector exportador.

De modo que el principal factor de desarticulación del modelo macroeconómico de 2003-2006, la aceleración inflacionaria sin respuesta acorde en el plano de la política macroeconómica, y las distorsiones estadísticas en el cómputo de la inflación, constituyen también limitantes fundamentales para la profundización del desarrollo financiero.

[52] El mercado de capitales también acusó el impacto de la estatización de las AFJPs en septiembre de 2008. Desde entonces, las emisiones de deuda, acciones y fideicomisos financieros cayeron otro escalón y no recuperaron el máximo (real) registrado en 2007.

[53] Tenían consecuencias favorables para el sistema financiero, ya que aumentaban la madurez promedio de los pasivos bancarios al mismo tiempo que reducían el riesgo de tasa de interés real.

[54] Este es otro ejemplo de cómo la historia es decisiva en la generación de los comportamientos sociales. La desafortunada experiencia con el crédito indexado a principios de la década del ochenta (circular 1050) limita la demanda del público por este tipo de instrumento. Distinta ha sido la experiencia en Chile o Colombia.

Referencias

Damill M., R. Frenkel y R. Maurizio (2003): *Políticas macroeconómicas y vulnerabilidad social: la Argentina en la década de los noventa.* Serie Financiamiento del Desarrollo Nº 135, Cepal, Santiago de Chile.

Damill M., R. Frenkel y R. Maurizio (2007): *Cambios en la política macroeconómica argentina a la vuelta del siglo* en M. Novick, C. Tomada, M. Damill, R. Frenkel y R. Maurizio. Tras la crisis. El nuevo rumbo de la política económica y laboral en Argentina y su impacto. Instituto Internacional de Estudios Laborales, Organización Internacional del Trabajo, Serie de Investigación 114, Ginebra.

Damill M. y R. Frenkel (2007): *A Case of Disruptive International Financial Integration: Argentina in the Late-Twentieth and Early Twenty-First Centuries,* en: Arestis, P. y M. Sawyer (2007), Political Economy of Latin America. Recent Economic Performance, International Papers in Political Economy Series, Palgrave Macmillan, Londres.

Damill M., R. Frenkel y M. Rapetti (2010): *The Argentinean Debt: History, Default and Restructuring,* en: Herman B., J.A.Ocampo y S.Spiegel (Eds.), Overcoming Developing Country Debt Crises, The Initiative for Policy Dialogue Series, Oxford Univ.Press.

Damill M. y R. Frenkel (2010): *Las políticas macroeconómicas en la evolución reciente de la economía argentina,* en: Damill M., R. Frenkel, D. García Delgado, J.C.Herrera, J. Remes Lenicov y D.E.Sica, Economía y Crisis Internacional: Impacto en la República Argentina, Editorial Edicon (Fondo Editorial del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires).

Damill M., R. Frenkel y L. Simpson (2010): *Regulaciones financieras y macroeconomía: la experiencia paradigmática de la Argentina en los años noventa,* disponible en: http://www.itf.org.ar, Serie "Documentos técnicos".

FMI (2009): *Las Américas. Perspectivas Económicas.* Mayo.

Frenkel, R. (2004a): *Las políticas macroeconómicas, el crecimiento y el empleo,* Capítulo II de OIT, Oficina Regional para América Latina y el Caribe, Conferencia Regional de Empleo del MERCOSUR. Generando trabajo decente en el Mercosur. Empleo y estrategia de crecimiento.

Frenkel R. (2004b): *Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico.* Paper prepared for the G24. Washington. Disponible en: http://www.g24.org/fren0904.pdf#search=%22%22roberto%20frenkel%22%22

Frenkel R. (2006): *An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment,* Journal of Post-Keynesian Economics Vol. 28, Nº 4, pp. 573-591.

Frenkel R. (2008): *Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria* en Revista de la CEPAL 96, Santiago de Chile, diciembre.

Frenkel R. y M. Rapetti (2006): *Monetary and Exchange Rate Policies in Argentina after the Convertibility Regime Collapse* en: Nuevos Documentos Cedes, 20. Buenos Aires: Cedes, 48 p. Disponible en http://www.cedes.org/descarga/n_doc_cedes/20.zip. También en Alternatives to Inflation Targeting, number 8, Political Economy Research Institute (PERI) University of Massachusetts Amherst, September. Disponible en: http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/inflation/frenkel_paper8.pdf#search=%22%22roberto%20frenkel%22%22

Frenkel R. y M. Rapetti (2008): *Five years of competitive and stable real exchange rate in Argentina, 2002-2007* en International Review of Applied Economics, 22:2, 215 – 226, Marzo.

Frenkel R. y J. Ros (2006): *Unemployment and the Real Exchange Rate in Latin America* World Development, Volume 34, Issue 4, Pages 631-646.

Frenkel R. y L. Taylor (2007): *Real Exchange Rate, Monetary Policy, and Employment* en J. A. Ocampo, Jomo K. S. and S. Khan (eds.) Policy Matters. Economic and Social Policies to Sustain Equitable Development, Zed Books, London, UK. Disponible en DESA Working Paper Nº 19. Naciones Unidas, Nueva York.

Ocampo J. A. (2009): *Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina,* Revista de la CEPAL, Nº 97, Santiago de Chile.

Adiós represión, bienvenida profundización: anatomía de un *boom* financiero

Joao Manoel P. de Mello y Marcio G.P. García

Joao Manoel P. de Mello y Marcio G.P. García son Profesores asociados de la Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro, Brasil.

Los autores agradecen a Alessandro Rivello, Bruno Balassiano y Carolina Machado por su labor como asistentes de investigación

Desde la derrota de la hiperinflación en 1994, con el Plan Real, el sistema financiero brasileño ha crecido de la infancia a los últimos años de la adolescencia. Describimos el proceso de maduración haciendo hincapié en las características determinantes del sistema financiero brasileño en los últimos 20 años: *1)* estabilización y posterior crisis financiera, *2)* universalidad de los bancos, *3)* segmentación de mercados a través del préstamo público, *4)* mejora institucional. Parafraseando a Díaz-Alejandro (1985), planteamos algunas hipótesis sobre por qué, esta vez, el *boom* financiero no se ha convertido (al menos, todavía) en un colapso financiero.

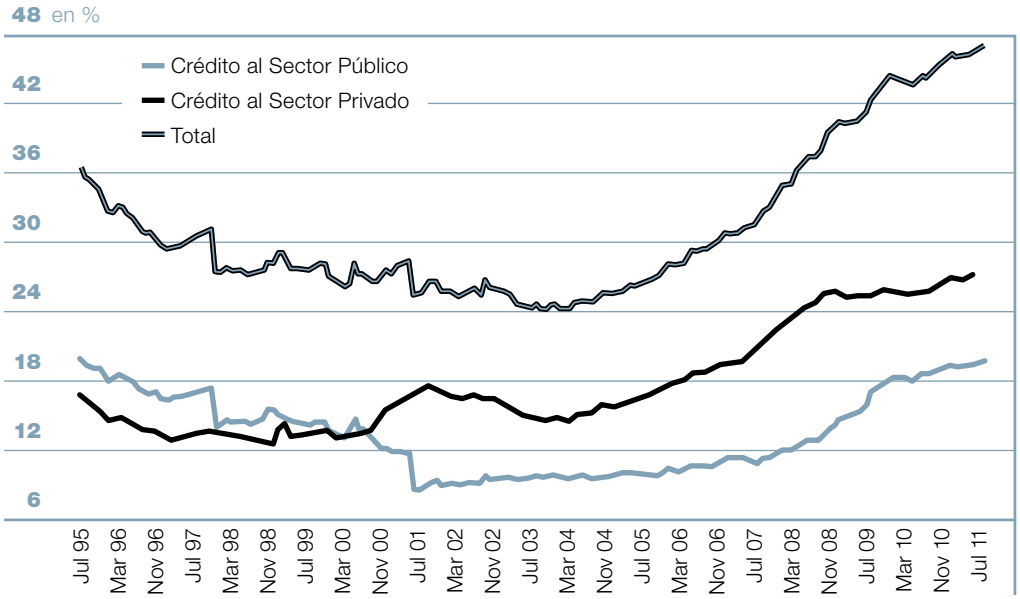
Este artículo es una traducción al castellano de la versión ya publicada en The Quarterly Review of Economics and Finance (De Mello, J.M.P. & Garcia, M.G.P. Bye, bye financial repression, hello financial deepening: The anatomy of a financial boom, *The Quarterly Review of Economic and Financial (2012), doi: 10.1016/j.qrf 2011.12.009*

1. Introducción

La intermediación financiera ha evolucionado de la infancia a los últimos años de la adolescencia desde la estabilización en 1994, de una represión fuerte a un *boom* financiero. En el año 2000, el crédito bancario se incrementó al 25% del producto interno bruto (PIB), y los préstamos basados en el mercado fueron insignificantes, sólo el 15%. Salvo en picos ocasionales, este panorama permaneció sin cambios hasta el 2003, cuando la intermediación financiera comenzó a expandirse aceleradamente, impulsada por el crédito al consumo. A principios de la década de 2010, el coeficiente crédito/PIB llegó al 45%. Y lo que es más importante, los préstamos basados en el mercado conllevaron a la profundización financiera en la década de 2000 *(Gráfico 1).*

En este trabajo, primero se describe en detalle la anatomía de este cambio de régimen, de una represión a un *boom* financiero. De acuerdo con la descripción de la anatomía, se plantea una hipótesis sobre las causas de la represión y profundización financieras, que son ilustrativas para los países en desarrollo en general. Luego se explica por qué el *boom* financiero de Brasil de la década de 2000 no terminó en un colapso financiero, como ha sucedido en tantos otros ejemplos de liberalización financiera en el pasado de América Latina (Díaz-Alejandro, 1984). La solidez de la intermediación financiera brasileña hasta el momento ofrece información para tomar medidas prudenciales tanto en economías emergentes como maduras.

Gráfico 1. Crédito (porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Brasil.

2. Breve descripción del sistema bancario de Brasil

La industria bancaria brasileña es un sistema bancario universal compuesto por distintos tipos de bancos, con diversas estructuras de propiedad (con una importante presencia de bancos estatales) y una fuerte intervención del Gobierno federal, en la forma de regulaciones prudenciales (como en la mayoría de los sistemas bancarios), regulación de los precios (no tan común) y regulación directa de cantidades (a través de préstamos asignados). En la medida en que se pueden comparar los sistemas bancarios[1], la industria bancaria de Brasil es algo similar a la de Alemania en términos de estructura.

[1] John Hicks solía comparar los sistemas financieros con los copos de nieve o las huellas digitales: todos son muy similares, pero no hay dos que sean exactamente iguales.

2.1 Los actores

Formalmente, el sistema financiero está compuesto por[2]:

[2] Las taxonomías son en general arbitrarias. Cuando sea relevante, se hará hincapié en la segmentación real basada en el mercado bancario.

Instituciones receptoras de depósitos. Como indica el nombre, estas instituciones tienen licencias otorgadas por el Banco Central (el ente regulador bancario) para recibir depósitos a la vista del público en general, aunque la mayoría también recibe depósitos a plazo (certificados de depósito bancario) y depósitos de ahorro. Pueden ser privadas (nacionales o extranjeras) o públicas, a nivel federal y estatal. Están subdivididas de la siguiente manera:

a. *Bancos comerciales.* Instituciones de depósito cuya principal fuente de financiamiento son los depósitos a la vista y a plazo (pero pueden emitir papeles comerciales y pedir préstamos en el mercado interbancario). Una característica distintiva es que no pueden realizar funciones de bancos de inversión.
b. *Bancos de operaciones generales.* Son equivalentes a los bancos universales. En general, son *holdings* que detentan bancos universales que tienen las funciones de bancos comerciales y de inversión. Los diez bancos privados más grandes y el banco público más grande son todos bancos de operaciones generales.
c. *Caja Económica Federal (CEF).* La primera peculiaridad del sistema bancario de Brasil. La Caja Económica es un banco comercial de propiedad federal cuyo man-

dato incluye (en una manera poco clara) priorizar los proyectos y programas de préstamos y financiamiento en asistencia social, salud, educación y similares. Sin embargo, puede proveer préstamos de bancos estándar, como crédito al consumo y capital de trabajo. Tiene la licencia de varios monopolios como prestar con prenda industrial o personal. Lo que es más importante, sin embargo, es que la Caja es uno de los actores más importantes en la captación de depósitos y préstamos hipotecarios. Por último, la Caja es la institución de depósito de los recursos del Fondo de Garantía por el Tiempo de Servicio (FGTS)[3], un fondo de desempleo obligatorio.

d. *Cooperativas de crédito.* Equivalentes a las cooperativas de crédito en los Estados Unidos. En general, están formadas por miembros de algún gremio o sindicato. Sólo pueden recibir depósitos de miembros de la cooperativa. Estas instituciones no son actores importantes en el mercado.

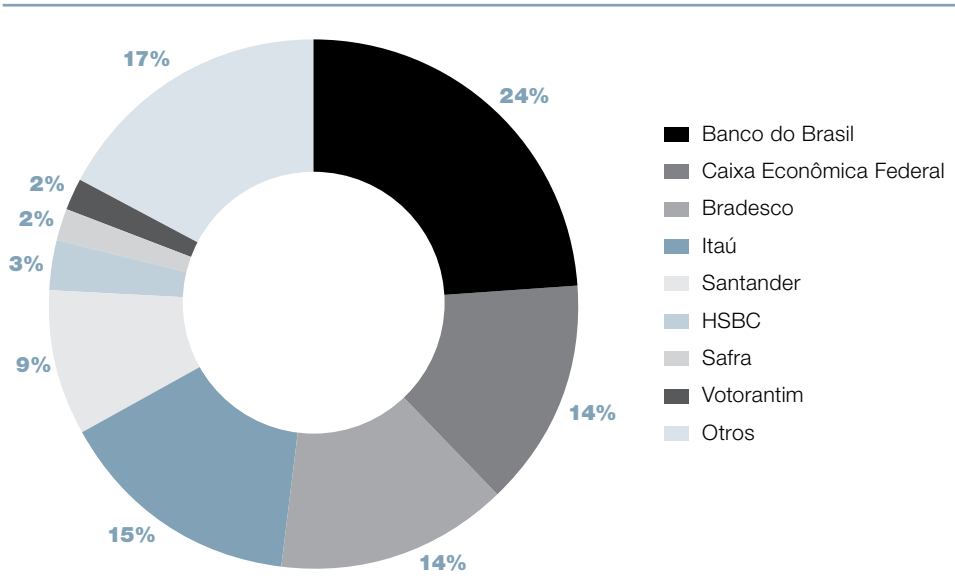
e. *Bancos de inversión.* Instituciones financieras privadas con el propósito exclusivo de financiar empresas mediante la adquisición temporal de acciones y bonos corporativos y brindar a las empresas préstamos a corto y largo plazo. No se les permite recibir depósitos a plazo. También son proveedores de servicios financieros tales como suscripciones, asesoramiento financiero, valuación de fusiones y adquisiciones, etc.

f. *Bancos de desarrollo.* Los bancos de desarrollo son bancos de los Gobiernos a nivel estadual (es decir, no del Gobierno federal) o bancos federales cuya función principal es dar préstamos a largo plazo para *proyectos orientados al desarrollo.* El banco de desarrollo más importante de todos es el *Banco Nacional de Desarrollo de Brasil* (BNDES), por su relevancia en el financiamiento a largo plazo. (Véase la subsección dedicada exclusivamente al BNDES).

[3] El FGTS, creado a mediados de la década de 1960, sustituyó el programa de estabilidad laboral anterior. Está formado por el 8% de la masa salarial (sector formal, que es aproximadamente el 60% del empleo total) bruta (antes de impuestos). Se depositan en cuentas personales en la Caja Económica Federal y se pueden retirar en caso de desempleo, para comprar casas (la primera a nombre de la persona) y en caso de enfermedades terminales. Las tasas de interés anuales sobre los depósitos del FGTS están reguladas según la tasa referencial (TR) más el 3%. La TR es un índice que se calcula como el promedio de emisiones de certificados de depósito a 30 días en una muestra de 30 instituciones financieras con la mayor cantidad de emisiones. Se aplica una reducción a esta tasa promedio.

En el *Gráfico 2* se muestra la estructura de mercado del sistema bancario de Brasil (SBB) sólo de los bancos comerciales (públicos y privados) y la CEF. Además de lo que se muestra en el mencionado gráfico, el BNDES actualmente entrega más de una quinta parte del crédito total (20,97%). Se pueden observar a partir de este gráfico cuatro características importantes del SBB. Una parte considerable del sistema está compuesta por bancos *universales:* los cuatro bancos comerciales más importantes, Bradesco, Banco do Brasil (BB), Itau-Unibanco y Santander, son ban-

Gráfico 2. Estructura de mercado por activos de crédito



Fuente: Banco Central de Brasil. Excluye al BNDES, operaciones de *leasing* y transferencia del BNDES. Diciembre 2010.

cos universales en el sentido de que todos tienen banca comercial y de inversión además de importantes operaciones de seguros. En conjunto, sólo tienen poco menos del 65% de todos los activos del sistema bancario. Brasil tiene un sistema bancario dual, en el que coexisten bancos comerciales públicos y privados. Además, el BNDES sólo tiene casi el 21% de todos los activos de crédito, como se ha mencionado previamente. La naturaleza dual del sistema bancario de Brasil no es irrelevante en el resultado de la intermediación como se verá a continuación. Por último, la estructura está concentrada: los cinco bancos más grandes (incluida la CEF) tienen el 78% de todos los activos. La concentración sugiere (pero no implica) que la conducta competitiva puede ser un problema.

3. Determinantes estructurales del desempeño del mercado de crédito de Brasil

Hasta principios de la década del 2000, el SBB reflejaba un desempeño deficiente tanto en términos de cantidades como de precios. El crédito interno total no superaba el 30% del PIB. El crédito otorgado por bancos de propiedad del Gobierno representaba más de la mitad del sector financiero. En términos de precios, en el año 2000, la tasa de interés promedio sobre un préstamo bancario era el 57% nominal anual cuando la inflación era del 6%. El diferencial promedio sobre la tasa Selic era de 40 puntos porcentuales. Respecto del crédito al consumo, el diferencial promedio era de 55 puntos porcentuales. La documentación recopilada refleja una importante expansión financiera desde 2003 en adelante, si bien las tasas de interés siguen siendo altas, estas sugieren que los prestatarios enfrentan restricciones de liquidez (especialmente los consumidores).

No faltaban culpables del desempeño deficiente: *1)* tasa base alta y volátil (Selic); *2)* historia de inestabilidad macroeconómica; *3)* carácter dual de la intermediación; *4)* impuestos altos y distorsivos sobre la intermediación financiera; *5)* altos requerimientos de reserva; *6)* fricciones informativas y ausencia de una institución que se ocupe de ellas; *7)* poder de mercado.

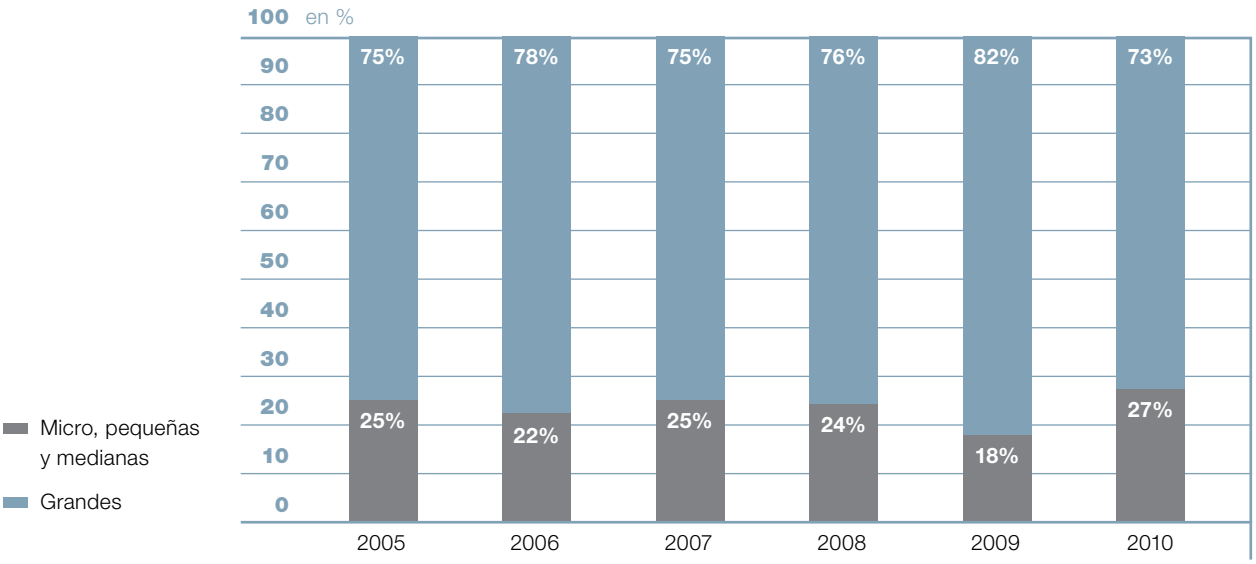
3.1 El carácter dual del SBB: el BNDES y los préstamos asignados

El Gobierno interviene directamente en la intermediación financiera a través de dos mecanismos. Por un lado, posee una importante fracción de activos bancarios a través del BNDES, BB y CEF; por otro lado, determina que una fracción de ciertos tipos de depósitos debe emplearse en la financiación de determinados sectores (préstamos asignados).

3.1.1. Producción directa en banca comercial y créditos asignados

El plan de créditos asignados tiene numerosas implicancias en términos de fijación de precios y competencia. En primer lugar, aumenta para los bancos el costo marginal de financiamiento, lo que a su vez hace que el sector de crédito no asignado sea más costoso; este fenómeno ya había sido documentado por analistas del Banco Central de Brasil (Costa y Lundberg, 2004; Costa y Nakane, 2005). En segundo lugar, el efecto sobre el costo de financiamiento para los préstamos no asignados del Banco de Brasil es considerable, dado que el 50% de su financiamiento corresponde al segmento no asignado. En tercer lugar, este esquema diferencia al BB de los bancos comerciales privados debido a su concentración

Gráfico 3. Desembolsos del BNDES por tamaño de las empresas



Fuente: BNDES.

en un segmento que suele ser evitado por los bancos privados. La diferenciación relaja la competencia y conduce así a precios más altos. En cuarto lugar, Arrigoni, De Mello y Funchal (en imprenta) ofrecen evidencia contundente en cuanto a que la presencia de bancos de propiedad gubernamental, en tanto operan con mayores costos, es un factor que reduce la competencia.

A semejanza de lo que ocurría con las instituciones de ahorro y préstamo en los Estados Unidos durante la década de 1980, las cuentas de ahorro en Brasil pagan bajas tasas de interés reguladas. Conllevan una garantía completa implícita del Gobierno. En general, a los bancos no les resulta costoso financiar cuentas de ahorro. Sin embargo, el 65% del financiamiento está asignado a las hipotecas. En términos netos, los bancos privados logran mejores resultados cuando eligen no concentrarse en las cajas de ahorro, ya que las hipotecas a largo plazo les resultan costosas, incluso con el subsidio en las cuentas de ahorro.

Costa y Nakane (2006) señalan que existe una subvención cruzada entre los préstamos basados en el mercado y los préstamos asignados. También estiman el impacto de los préstamos asignados sobre los diferenciales de los préstamos no asignados. Determinan que el 7,6% del diferencial se debe al crédito hipotecario y rural. De tal modo, el carácter dual de la intermediación financiera ejerce un impacto adverso sobre los préstamos basados en el mercado a través de dos canales.

3.1.2. BNDES

El BNDES es un banco de desarrollo de propiedad federal. Su objetivo declarado es apoyar y financiar proyectos que resultan estratégicos para el desarrollo. En la práctica, durante mucho tiempo fue la principal fuente de financiamiento de largo plazo para las empresas brasileñas. La principal fuente de financiamiento del BNDES es el Fondo de Amparo al Trabajador (FAT). Los recursos del FAT (además del rendimiento de las inversiones previas) provienen, básicamente, de los aportes al PIS-PASEP (un impuesto federal) y sirven a dos propósitos: se utilizan para costear la asistencia a corto plazo de trabajadores desempleados y para proveer al BNDES de fondos que utilizará en sus operaciones de crédito y programas de desarrollo[4]. Estos fondos se asignan al financiamiento de las operaciones de préstamos del BNDES.

[4] El Fondo de Amparo al Trabajador (FAT) es un fondo cuyos recursos provienen del impuesto PIS-PASEP. En general, el aporte al PIS-PASEP lo pagan las empresas conforme la siguiente pauta: el 0,65% de los ingresos brutos y el 1% del gasto salarial total de la empresa. El FAT es administrado por un consejo cuyos miembros son escogidos por la administración federal. Éste decide la asignación del capital del fondo; sin embargo, según la legislación (Constitución de Brasil, Art. 239, § 1), por lo menos el 40% de los ingresos anuales del FAT deben dirigirse al BNDES. En 2007, el ingreso anual del FAT fue de R$ 27.900 millones (u$s 14.700 millones), y al 31 de diciembre de 2007, el capital del FAT alcanzó los R$ 105.660 millones (u$s 55.000 millones).

Con un total de activos de u$s 312.600 millones[5] en 2010, el BNDES es uno de los bancos de desarrollo más grandes del mundo[6]. El financiamiento de grandes proyectos a largo plazo constituye la principal tarea del BNDES. Desde el año 1999 hasta 2006, aproximadamente el 36% de sus préstamos fueron clasificados como grandes proyectos, para los que normalmente se programan vencimientos mayores a siete años. Otro 30% fue clasificado como pequeños proyectos, en general financiamiento de equipos y capital de trabajo para empresas medianas. El 24% consiste en financiamiento a las exportaciones. La mayor parte de los desembolsos del BNDES se dirigen a grandes empresas. El *Gráfico 3* muestra cómo se dividen los desembolsos del BNDES entre los diferentes tamaños de las empresas: en promedio, tres cuartos se destinan a las grandes empresas.

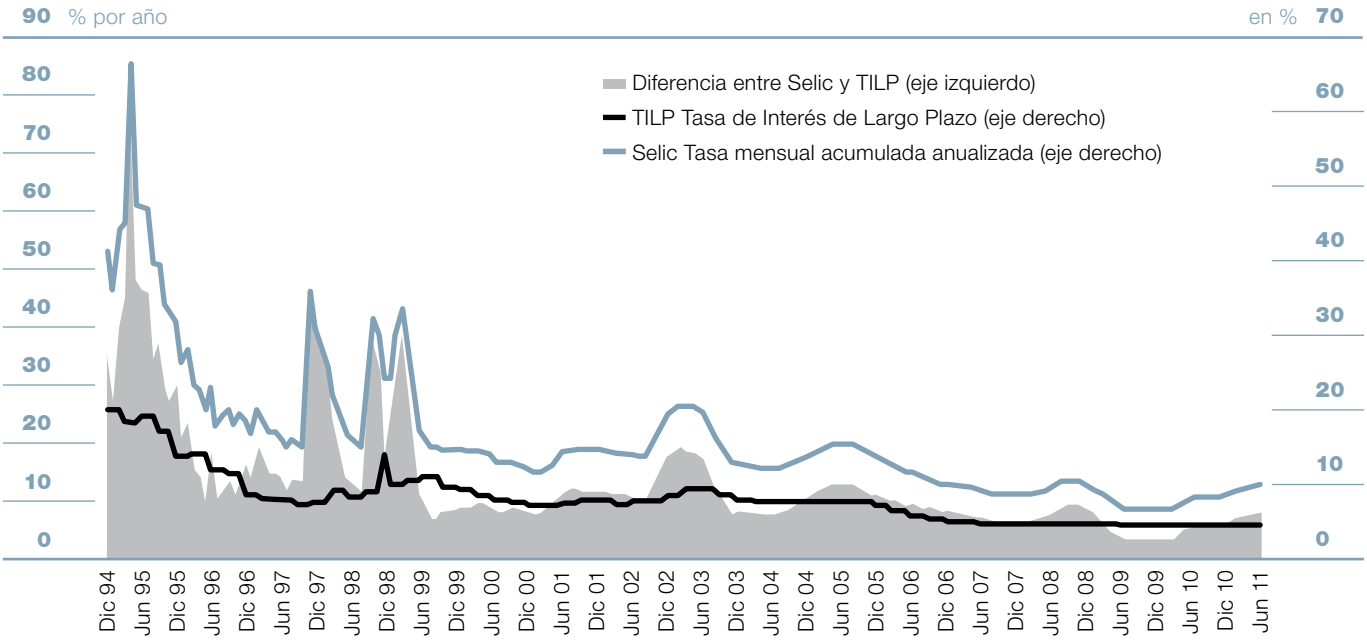
En lo que respecta a la tramitación de solicitudes, el BNDES aplica un sistema dual: directo e indirecto. La mayoría de los proyectos importantes a largo plazo y el financiamiento a grandes empresas se tramitan de manera directa. Por otro lado, la mayor parte de los proyectos chicos se tramitan en bancos comerciales y se financian con recursos del BNDES. Además de sus actividades de préstamo, el BNDES también posee participaciones en el capital de empresas a través de su subsidiaria BNDESPAR. BNDESPAR es titular de acciones de empresas que cotizan en bolsa y de participaciones accionarias minoritarias en empresas privadas. Las tasas de interés de los préstamos del BNDES no están determinadas por el sistema habitual de precios de mercado. Se utilizan diversos esquemas especiales de fijación de precios, de los cuales el más importante es la *Tasa de Interés a Largo Plazo* (TILP), una tasa a largo plazo subsidiada. El *Gráfico 4* muestra cómo evolucionó la TILP en comparación con la tasa de interés básica (Selic). La diferencia entre la Selic y la TILP da una idea del subsidio incluido en los préstamos del BNDES. Se han cuestionado los objetivos de desarrollo del BNDES debido a que, en lugar de financiar únicamente proyectos de desarrollo, recientemente le ha prestado a empresas de primera clase que tienen acceso a otras fuentes de financiamiento, pero prefieren acceder a los fondos subsidiados del BNDES. Esto implica que la mayoría de las empresas de bajo riesgo AAA permanecen fuera del sistema bancario normal. La intermediación financiera basada en el mercado refleja este hecho en términos de un diferencial elevado[7].

[5] Cifras obtenidas del Banco Central de Brasil. R$ 520.800 millones, convertidos aplicando el tipo de cambio de reales a dólares de los Estados Unidos u$s 1,6662 vigente al 31 de diciembre de 2010.

[6] Para una comparación rápida, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) conservaba u$s 87.200 millones y el Banco de Desarrollo de Corea (BDC), u$s 125.300 millones. Estas cifras están expresadas en dólares de 2010 y provienen del BDC (W 141.699.000 millones, ~~co~~nvertidos aplicando el tipo de cambio de wons coreanos a dólares de 1130,6 vigente al 30 de diciembre de 2010) y de Moody's Investors Service.

[7] En la situación actual, no nos es posible determinar la dirección de la causalidad. ¿Acaso el BNDES se ve en la necesidad de prestar a tasas preferenciales debido al deficiente desempeño del sistema bancario normal? ¿O es que el sistema bancario normal presenta diferenciales más altos de lo normal porque, entre otros motivos, el BNDES presta a tasas diferenciales a empresas de primera clase?

Gráfico 4. TILP vs Selic



Fuente: Banco Central de Brasil.

Algunos comentaristas defienden esta estrategia argumentando lo siguiente: si el BNDES ha de cumplir sus objetivos de desarrollo mediante el otorgamiento de préstamos a proyectos cuyo valor privado es negativo, pero cuyo valor social actual neto es positivo, supuestamente, estaría desperdiciando el dinero de los contribuyentes. Estos comentaristas dudan de la habilidad del banco para evaluar conceptos difusos como el beneficio social. En este caso, presionar al BNDES para que desempeñe verdaderamente su *rol* como banco de desarrollo únicamente conduciría a escasas suscripciones. Peor aún, el otorgamiento de préstamos quedaría más sujeto aún a la influencia política, ya que la rendición de cuentas se torna más borrosa cuando se financia a prestatarios opacos.

Los defensores del BNDES enfatizan el papel que cumple en la intermediación financiera a largo plazo para la industrialización en sistemas bancarios escasamente desarrollados. En efecto, la presencia estatal, mediante sus programas de ahorro forzoso como el FAT y el FGTS, se ha erigido en la principal fuente de financiación a largo plazo. Una vez más, no es posible determinar con certeza la dirección de la causalidad, porque no contamos con un experimento contrafáctico que nos permita observar cómo hubiera sido la intermediación basada en el mercado en ausencia de intervención del Estado. La experiencia internacional no nos orienta mucho, dado que existen ejemplos exitosos de financiamiento para el desarrollo tanto con impulso estatal como basados en el sector privado.

En todo caso, el mero tamaño que hoy ha alcanzado el BNDES plantea un desafío fiscal. Habiendo agotado sus fuentes naturales de financiamiento de bajo costo, los fondos de ahorro forzoso ya mencionados, en los últimos tres años el BNDES ha recurrido al financiamiento subsidiado (a la tasa TILP) del Tesoro de Brasil, que genera deuda flotante (algo muy costoso) para otorgar dicho financiamiento. Si el BNDES continúa expandiéndose como lo viene haciendo desde la crisis de 2008, seguramente se tornará en una importante amenaza para la solvencia del Gobierno.

3.1.3. El sistema bancario en la hiperinflación: depósitos y bonos, poco crédito

Hasta 1988, los bancos de Brasil no eran universales, al menos en lo formal. De acuerdo con las reformas financieras implantadas por el gobierno militar en 1964 y 1965, los bancos eran instituciones financieras especializadas en cinco líneas de negocio separadas. Los bancos comerciales únicamente podían otorgar crédito de corto plazo financiado mediante depósitos a la vista. Las *financeiras* (sociedades financieras) podían otorgar créditos al consumo y préstamos personales. Los bancos de inversión, supuestamente, otorgaban crédito privado de largo plazo (siempre faltante) a la inversión. Los bancos de Desarrollo eran bancos de propiedad estatal que otorgaban crédito subsidiado a largo plazo a las empresas; a nivel federal, el BNDES era el principal, y había muchos otros a nivel estatal o regional. Las instituciones de ahorro y préstamo otorgaban hipotecas, supervisadas y garantizadas por el desaparecido Banco Nacional de Habitación (BNH)[8].

[8] Carneiro, Werneck y García (1993).

Pese a los objetivos de la ley, el sistema bancario que efectivamente se desarrolló fue, de hecho, mucho menos segmentado. Como consecuencia de ello, en 1988, el Banco Central de Brasil (BCB) introdujo el Plan Contable de las Instituciones del Sistema Financiero (COSIF) para todas las instituciones financieras, y el Consejo Monetario Nacional (CMN) creado por el Banco de Operaciones Generales (banca universal). Desde entonces, fue legalmente posible contar con conglomerados financieros que operaran bajo una sociedad de cartera capaz de ofrecer casi todos

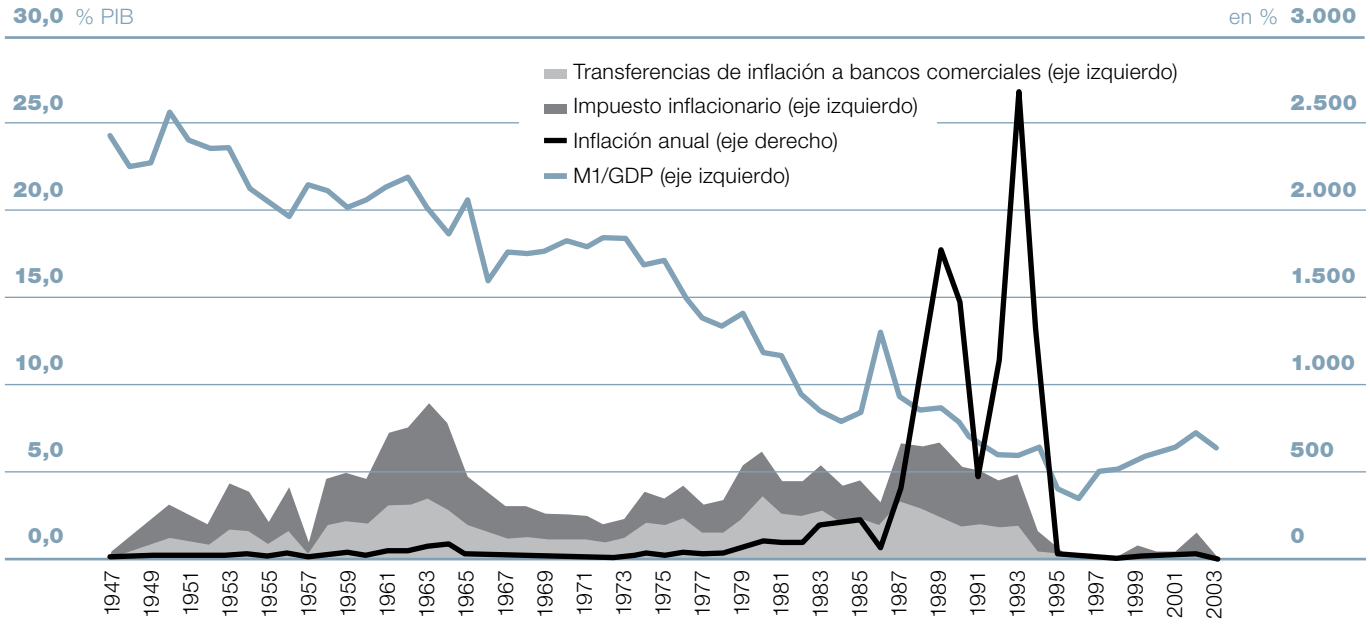
los servicios financieros. El Banco de Operaciones Generales se definía como una institución financiera que podía operar entre dos y cuatro de las cinco antiguas instituciones financieras segmentadas. La otra reforma importante fue la eliminación del antiguo sistema constitutivo. Hasta entonces, para crear un banco, debía comprarse la carta orgánica de otro banco existente. A partir de 1988, el CMN y el BCB quedaron habilitados para dar libremente cartas orgánicas a nuevos bancos.

Brasil fue uno de los últimos países en vencer la inflación, en 1994. La hiperinflación en Brasil fue un proceso sumamente prolongado, por lo cual durante muchos años, los bancos debieron aprender a hacer intermediación financiera en un entorno hiperinflacionario. Lo hicieron, esencialmente, ofreciendo a las empresas y a las personas un sustituto cercano al dinero, una sustitución de la moneda nacional[9]. Los bancos ofrecían el sustituto de moneda mediante una fuerte inversión en valores públicos (a corto plazo o indexados) y pagaban intereses en cuentas de depósito especiales con privilegios en cuanto a libramiento de cheques similares a las cuentas corrientes regulares sin interés. Muchas veces esto se realizaba mediante sistemas computarizados (que no estaban a disposición general en la década de 1980) que transferían fondos automáticamente de cuentas de depósito que devengaban interés a una cuenta corriente regular cuando se autorizaba el pago de un cheque.

[9] Carneiro y García (1993).

A medida que la hiperinflación evolucionaba, la rentabilidad de los bancos brasileños se iba tornando más y más dependiente de la denominada inflación flotante de los bancos, en otras palabras, del diferencial entre la tasa de interés nominal que pagan los valores públicos y la tasa de interés promedio que se paga sobre los depósitos. Durante el proceso hiperinflacionario, la flotación de un depósito a la vista sin interés es enorme. Por tanto, los bancos sobreinvirtieron en sucursales para lograr captar más depósitos, como también en tecnología de la información para gestionar mejor sus reservas bancarias de modo que casi no quedaran reservas en exceso en el BCB. Silva (2009) muestra que, durante la hiperinflación, los bancos invierten mucho más para capturar depósitos que para otorgar crédito. En los años de la hiperinflación, una típica sucursal bancaria exhibía sobrados oficia-

Gráfico 5. Brasil: Transferencias por inflación a los bancos comerciales e impuesto inflacionario (porcentaje del PIB)



Fuente: Cysne (2004).

les encargados de ofrecer todo tipo de diferentes opciones de inversión y cuentas de depósito, mientras que no había a la vista ningún oficial de crédito. En el *Gráfico 5* se muestra la elevada transferencia efectuada a los bancos a través de la flotación bancaria, como también la manera en que esta fuente de ingresos casi desaparece después del Plan Real.

Entre 1987 y 1994, año en que la inflación finalmente fue estabilizada con el Plan Real, se duplicó el número de bancos con cartera comercial, con el correspondiente aumento en la cantidad de sucursales. Esto fue el resultado de la alta rentabilidad de la flotación bancaria. En los últimos años de la hiperinflación, 1990-93[10], la flotación proveyó al sector bancario el 4% del PIB en ingresos[11], un tercio del total. Esta fuente de ingresos casi desapareció una vez estabilizada la inflación con el Plan Real. En cuatro años a partir del Plan Real, fueron cerradas más de 1.000 sucursales bancarias. Los bancos se fusionaron, se transformaron en otras instituciones financieras o fueron cerrados por el Banco Central.

[10] Entre 1989 y 1993, la inflación anual superó el 1.000% en cada año, excepto en 1991.

[11] Souza y Silva (2009), pág. 12.

3.1.4. El Plan Real, la crisis bancaria y el rescate

Empezaremos por ofrecer una breve descripción del plan que finalmente superó la hiperinflación. El Plan Real fue el último de una secuencia de planes que intentaron estabilizar la inflación en Brasil. Introdujo una nueva moneda, el real (BRL), apuntó a reducir el déficit fiscal, a modernizar la economía y a mitigar las distorsiones originadas a partir de previos congelamientos de precios.

El primer y más importante componente del Plan Real, lograr el equilibrio fiscal, fue negociado en el Congreso, a diferencia de todos los planes anteriores fallidos. El Programa de Acción Inmediata fue diseñado para centrarse en los desequilibrios fiscales que surgirían cuando cayeran los ingresos por señoreaje. Un importante ajuste llegó a comienzos de 1994 con el Fondo Social de Emergencia, una manera de suspender parte (20%) de los ingresos asignados a estados y municipalidades. A pesar de los ambiciosos objetivos de la reforma, el Gobierno terminó por apuntar a aquello que en ese momento podía generar ingresos fiscales, y aumentó los impuestos sobre los intermediarios financieros. En cuanto a la política monetaria, se interrumpió la impresión de dinero y la pauta estuvo dada por tasas de interés extremadamente altas. Se estableció un techo inicial para el tipo de cambio de un real por dólar estadounidense, pero la confianza en el plan, junto con las altísimas tasas de interés, apreciaron la nueva moneda a niveles por encima de la paridad nominal.

La política de ingresos que formaba parte del Plan Real difería de todos los planes anteriores fallidos, que habían recurrido al congelamiento de precios. Se creó una nueva unidad de cuenta, la Unidad Real de Valor (URV), meses antes de poner en vigor la nueva moneda, estableciendo así una moneda paralela al cruzeiro real. La idea era que ésta fuera temporal, mientras que el cruzeiro real era afectado por la hiperinflación la URV no lo sería. Los precios se expresaban tanto en URV como en cruzeiros reales pero los pagos debían efectuarse exclusivamente en cruzeiros reales. La URV actuó como moneda sombra, cuya paridad respecto del cruzeiro real estaba definida, ya que era 1 a 1 respecto del dólar de los Estados Unidos. Por tanto, se realizó una conversión diaria de la tasa URV/cruzeiro novo (la antigua moneda), de modo que cuando se implementó la nueva moneda para reemplazar a la URV, todos los agentes económicos estaban habituados a determinar sus precios en la nueva moneda.

El Plan Real fue un *shock* para el sistema bancario y, por lo menos al comienzo, una bendición mixta. Puso fin a una fuente sustancial de ingresos para los bancos (la flotación bancaria) mientras que permitía una gran cantidad de nuevas oportunidades. Sin embargo, antes de que los bancos pudieran obtener beneficios de ellas, ocurrió una crisis bancaria.

La estabilidad del sistema bancario fue un daño colateral significativo de la estabilización monetaria. En expresión del famoso inversionista Warren Buffet: *cuando la marea está baja, se ve quién estuvo nadando desnudo.* La marea alta del sistema bancario de Brasil fue la flotación bancaria, cuyos ingresos ocultaban agujeros en los balances de los bancos. Generalmente la fragilidad fue consecuencia directa del fraude y la corrupción, como en el caso del Banco Nacional.

El efecto disciplinante de la estabilización repercutió con mayor dureza, si bien no exclusivamente, en los bancos públicos estaduales. En diciembre de 1994, el BANESPA, de propiedad del Estado de Sao Paulo, comenzó el proceso de liquidación judicial conforme lo dispuesto por la autoridad bancaria federal (el Banco Central). El BANERJ, cuyo propietario era el Estado de Río de Janeiro, y muchos otros también iniciaron el proceso de liquidación judicial y más tarde fueron privatizados[12]. Algunos bancos privados no corrieron mejor suerte, incluidos dos de los bancos privados más grandes, el Banco Nacional y el Banco Económico[13].

Los programas de rescate de los bancos privados y estaduales costaron 8,7% del PIB, y la mayoría de los costos surgieron de bancos de nivel estadual (seis veces más grandes que los bancos privados). Además, un fantasma que había estado acechando el mercado hipotecario durante años por fin fue reconocido durante el gobierno del Presidente Cardoso. Costó otro 8,7% del PIB. Con todo, la limpieza del sistema financiero brasileño significó 17,4% del PIB durante este Gobierno[14].

Dada la inestabilidad del sistema bancario, y los grandes costos en que incurría el Gobierno para salvarlo, no es de sorprender que la intermediación financiera no despegara antes del año 2000. En el *Gráfico 1* se exhibe una imagen más amplia. Después de la estabilización hubo un breve momento de euforia, muy probablemente impulsado por un giro en la demanda como resultado de la importante transferencia de recursos a los estamentos de menores ingresos. Después de ello, la intermediación financiera tropezó continuamente hasta el año 2000.

3.1.5. Turbulencia macroeconómica: Asia, Rusia y el fantasma de Lula[15]

Otra razón por la cual a la intermediación financiera le llevó tanto tiempo despegar radica en la secuencia de crisis que golpearon a Brasil. Empezando con los *shocks* causados por la crisis mexicana (1994) a principios de 1995, luego las crisis asiática de 1997, en 1998 la crisis de Rusia y LTCM, en 1999 la crisis y devaluación de Brasil, en 2001 el *default* de la Argentina y su contagio y en 2002 la campaña de Lula.

Hacia mayo de 2002, los encargados de formular políticas económicas ya sabían que se estaba gestando una crisis de confianza. En el mercado de bonos interno, el Tesoro exigía una prima importante para la venta de bonos con vencimiento posterior a la investidura del siguiente presidente (1 de enero de 2003). Con el tiempo, todas las renovaciones se efectuaban con bonos que vencían hasta fines de 2002, o bien con acuerdos de recompra (REPO)[16].

[12] Para citar los dos ejemplos más importantes: el gobierno federal subastó el Banespa al Santander en el año 2000. El Banerj fue adquirido por el Itaú.

[13] El Banco Nacional fue adquirido por Unibanco, lo que lo convirtió en el tercer banco privado más grande del país. Unibanco adquirió los bancos *buenos*, purgados de los activos irrecuperables, que permanecieron en manos del Gobierno federal.

[14] Lundberg (2011).

[15] Esta subsección se extrae en gran medida de García (2007).

[16] Los acuerdos de recompra son instrumentos empleados por el Banco Central de Brasil para colocar deuda pública por períodos más cortos. El típico uso de los Repo es la de gestión de liquidez. Durante las crisis, sin embargo, ante la falta de disposición del mercado para renegociar títulos que vencen, los Repo se utilizan para renegociar efectivamente la deuda y así acortar significativamente el vencimiento promedio de la deuda pública.

La crisis se definió como política; es decir, los inversionistas le tenían temor al candidato Lula[17], quien se suponía no tenía las mejores relaciones con el mercado. Con esto en mente, los encargados de formular políticas económicas decidieron que la medicina también debía ser política, ya que las alzas en las tasas de interés o medidas de política fiscal servirían de poco dado que lo que atemorizaba a los inversionistas eran aquellos cambios futuros importantes en el régimen que el nuevo Gobierno podría adoptar. No obstante, se aumentaron tanto el superávit primario como la tasa de interés básica, si bien no lo suficiente para contrarrestar el aumento en el riesgo país.

Armínio Fraga, Director del Banco Central en ese momento, procedió a conversar con todos los candidatos presidenciales, para que acordaran mantener políticas económicas razonables y se evitara la crisis. Simultáneamente, el equipo económico también habló con los inversionistas extranjeros y el Fondo Monetario Internacional (FMI). Finalmente, se llegó a un acuerdo entre el FMI y los candidatos: estos mantendrían políticas razonables a cambio de importantes desembolsos del FMI. El programa del FMI se diseñó de manera de ofrecer incentivos positivos a los candidatos. A pesar de que el monto total del préstamo fue u$s 30.000 millones, solamente u$s 6.000 millones se desembolsarían en 2002. Los u$s 24.000 millones restantes serían recibidos por el próximo Presidente, siempre que se cumplimentaran las condiciones del programa.

Cuando la crisis alcanzó su pico en octubre, la autoridad monetaria aumentó 300 puntos básicos la tasa Selic. Sin embargo, esta medida no logró, en absoluto, evitar la fuga de capitales. La idea fue limitar los efectos secundarios del tipo de cambio sobre la generación de inflación interna. Más tarde, durante los primeros dos meses, el nuevo Gobernador del BCB, Henrique Meirelles, aumentaría la tasa Selic al 26,5%.

Cuando Lula ganó las elecciones, estuvo claro que mantendría los tres principios básicos de la política macroeconómica brasileña: un importante superávit fiscal primario, un sistema de metas de inflación y un tipo de cambio flotante, y que no declararía el *default* sobre la deuda. Los mercados recuperaron la confianza y se evitó la crisis sin pérdidas catastróficas (y con grandes ganancias para quienes habían comprado activos brasileños en medio de la crisis). Si bien el crecimiento del PIB fue bajo, Brasil creció más del 4% en el lapso de dos años (2001-02).

Ante esta situación en el año 2002, costaba imaginar entonces cómo los acontecimientos económicos se desenvolverían durante los años siguientes. Las políticas económicas razonables que sostuvo el gobierno de Lula, junto con un escenario internacional sumamente favorable, que casi triplicó los términos de intercambio de Brasil hasta 2011, mantuvieron las crisis internacionales a raya en la medida de lo posible. Incluso en el año 2008, los efectos sobre su economía eran pequeños. Todo esto permitió el *boom* financiero.

4. El *boom* financiero

En el *Gráfico 1* se muestra el aumento evidente registrado en la intermediación financiera en Brasil durante la década de 2000. ¿Cómo se explica esa expansión? ¿Estuvo acompañado por un incremento en la toma de riesgos por parte de los bancos? ¿O fue producto de mejoras institucionales? Comprender los principales factores detrás de la profundización del sector financiero de Brasil ofrece información reveladora no sólo sobre ese país, sino también sobre otros países que atraviesan *booms* financieros similares.

[17] El Partido de los Trabajadores (PT) hasta el momento había adoptado recomendaciones de políticas económicas hostiles con el mercado. Por ejemplo, unos años atrás, Lula había participado en un *referéndum* para saber si el pueblo quería pagar la deuda externa o no. Curiosamente, por primera vez en la historia, el Gobierno de Brasil es ahora un acreedor neto en los mercados financieros internacionales.

Los mecanismos específicos detrás del boom de la década de 2000 son los siguientes: *1)* los bancos se habían visto privados de la flotación inflacionaria* del período previo a la estabilización, por lo que tuvieron que buscar nuevas fuentes de ingresos; *2)* a través del canal de préstamos bancarios, las bajas en las tasas de interés básicas redujeron los costos de financiamiento para los bancos, es decir, hubo una reducción de los costos marginales (*Gráfico 4*)[18]; *3)* las mejoras institucionales que reducen los costos fijos y los costos hundidos de las operaciones bancarias, además de los costos marginales; *4)* las posibles mejoras en la competencia en el mercado de crédito, dado que los bancos sacaron sus negocios de intermediación de los bonos públicos para ponerlos en el crédito de consumo y bancario; *5)* el cambio institucional que llevó a una mejora significativa en los mercados de capital basados en el funcionamiento del mercado. Por supuesto, a través de los canales de demanda de la política monetaria, la reducción de las tasas de interés básicas impulsa la inversión y el consumo más allá del canal de oferta del mercado de crédito. Sin embargo, como mostraremos a continuación, tenemos menos razones para creer que ello tuvo un impacto de primer orden.

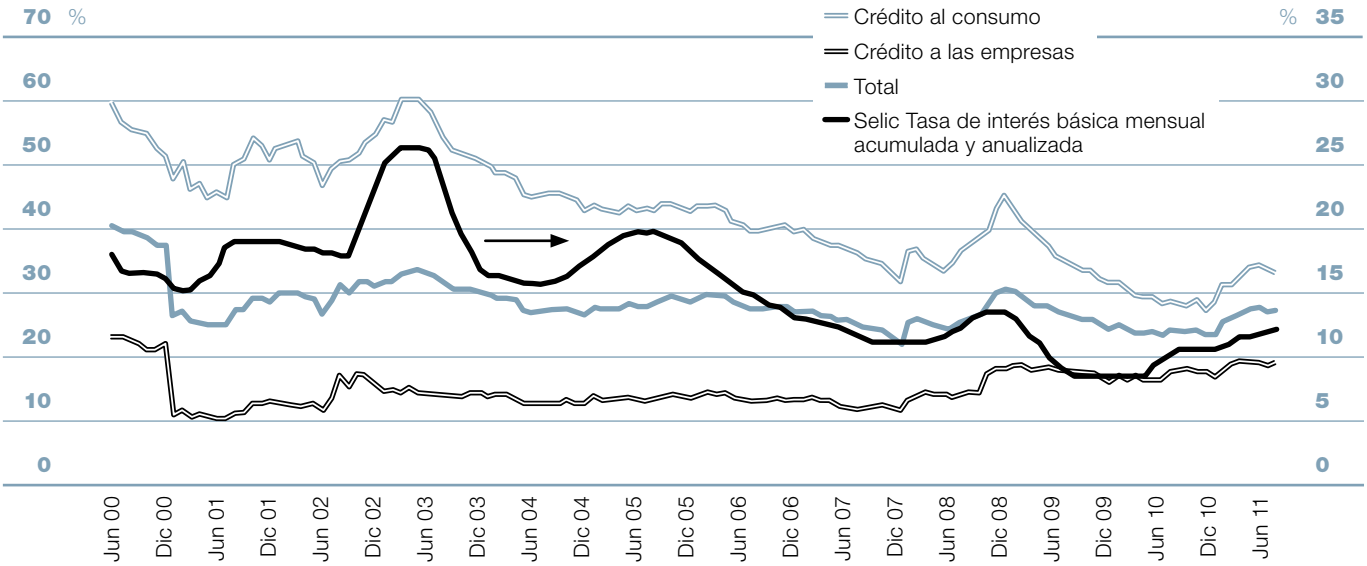
**N. del T.:* la ganancia por inflación que proviene del tiempo que hay entre el depósito de un cheque y su respectivo pago.

[18] La alta tasa de interés de equilibrio en los préstamos para consumo sugiere la existencia de serias limitaciones de liquidez en los consumidores. En este caso, se podría pensar que la demanda de crédito sería muy poco elástica, con lo que se cerraría el canal de préstamos bancarios. Sin embargo, en Coelho, De Mello y García (2010) se documenta la importancia del canal de préstamo bancario en Brasil.

Distintas explicaciones de oferta tienen distintas implicancias para la estabilidad del sector bancario. ¿El cambio en la oferta expande el margen extensivo o el intensivo? ¿Las expansiones del margen extensivo implican la inclusión de peores prestatarios marginales? ¿Producen las expansiones en el margen intensivo un nivel desmedido de apalancamiento? La inclusión financiera producto de mejoras institucionales tiende a tener un impacto limitado sobre la estabilidad. Las mejoras producto de la relajación de la política monetaria, como hemos visto, tienden a incrementar la fragilidad.

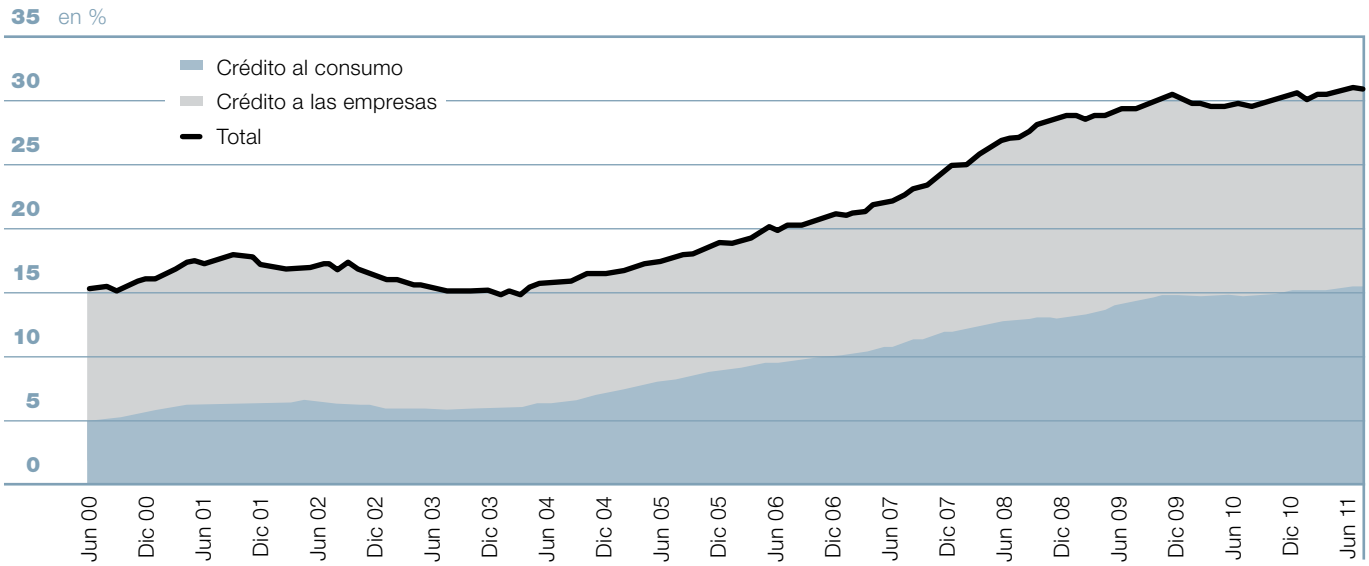
La mayoría de los mecanismos anteriores estuvo más relacionada con la oferta que con la demanda. La dinámica de las tasas de interés sugiere un cambio en la oferta. En el *Gráfico 6* se muestra la evolución de los diferenciales bancarios y de las tasas básicas. En primer lugar, los diferenciales, si bien están en niveles muy altos, bajaron de manera casi sostenida luego de 2003 (con excepción del período de fines de 2008, el punto máximo de la turbulencia financiera mundial). El costo de los fondos (medido según la tasa de interés básica fijada por el Banco Central) también bajó de manera sostenida luego de 2003. Así, el principal costo marginal bajó, los márgenes cayeron y las cantidades aumentaron, un patrón más coherente con la oferta que con la demanda.

Gráfico 6. *Spreads* bancario y tasa básica (valores anuales)



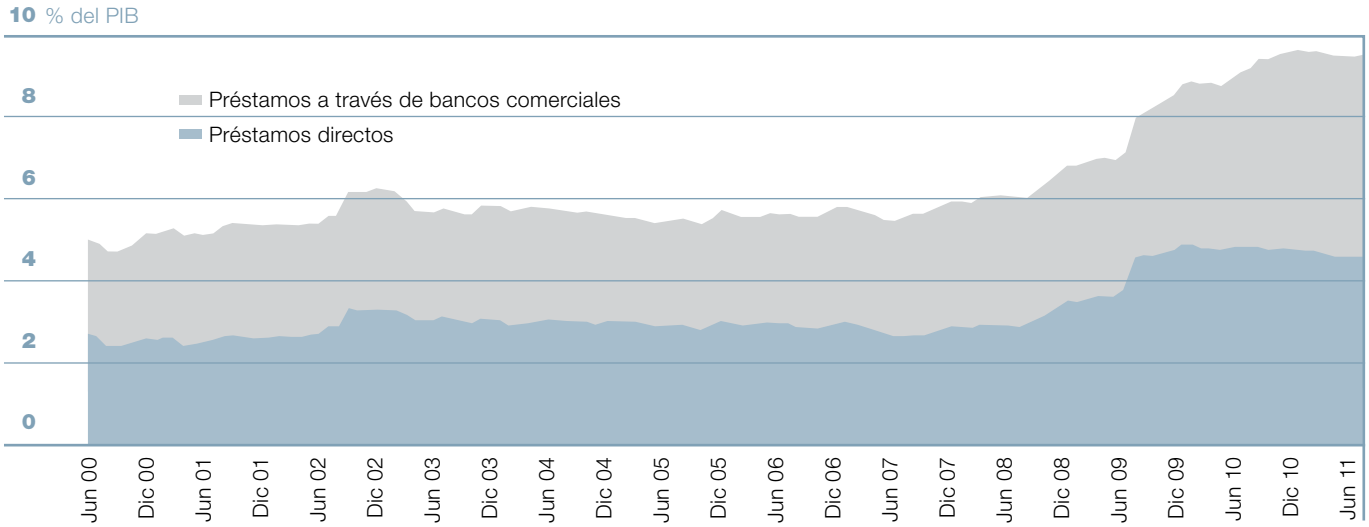
Fuente: Banco Central de Brasil.

Gráfico 7. Préstamos de acuerdo con el mercado (porcentaje del PIB)



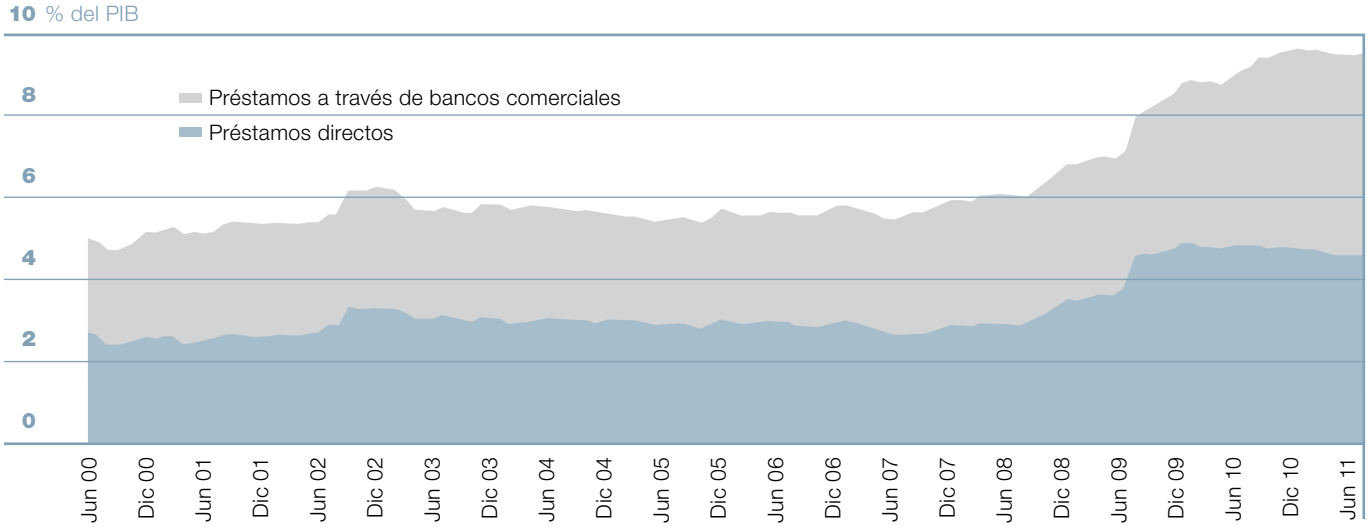
Fuente: Banco Central de Brasil

Gráfico 8. Operaciones asignadas



Fuente: Banco Central de Brasil

Gráfico 9. Crédito del BNDES



Fuente: Banco Central de Brasil

Los préstamos asignados son una evidencia adicional del carácter de oferta del *boom* de la década de 2000. En el *Gráfico 7* se evidencia un marcado aumento en el préstamo basado en el mercado. Los *Gráficos 8* y *9* muestran que los préstamos asignados y los del BNDES se mantuvieron relativamente invariables durante el período, aumentando únicamente en 2008, a modo de respuesta de política a la crisis de crédito de ese año *(Sección 5).* Es probable que los movimientos en la demanda afecten todos los tipos de crédito.

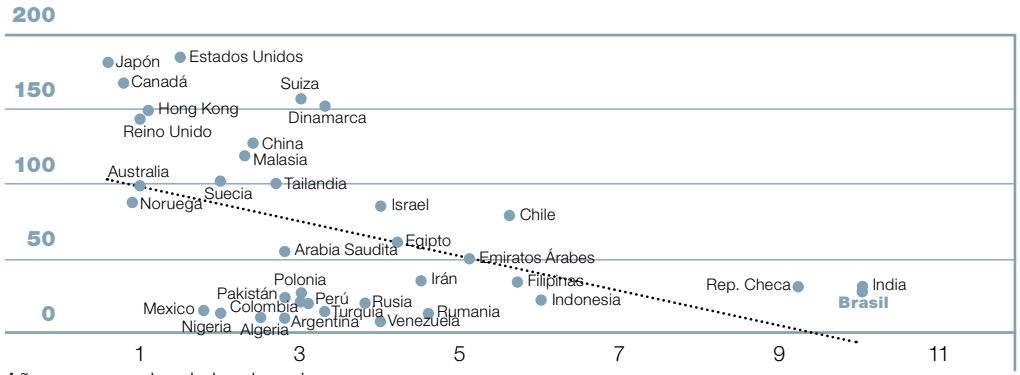
Antes de pasar a las mejoras institucionales específicas, analizaremos el *boom* financiero de Brasil desde una perspectiva internacional.

4.1. Brasil y el resto del mundo

En el *Cuadro 1* se muestra la posición relativa de 32 países para los que se contó con datos tanto de 2003 como de 2008 en la base de datos del Banco Mundial. En 2003, en Brasil, el crédito interno por parte del sector bancario equivalía al 29% del PIB. En 2008, correspondía a 54% del PIB, una mejora significativa, como ya se mostró en los *Gráficos 1* y *7*[19]. En 2003, el tamaño del sector bancario brasileño estaba muy por debajo de la mediana de los 32 países de nuestra muestra. En 2008, Brasil estaba precisamente en la mediana. Lógicamente, Brasil mejoró su posición relativa y pasó del puesto 20 al puesto 17 en el ránking. Si bien mejoró, el SBB era de tamaño mediano tanto en 2003 como en 2008. Sin embargo, el *Cuadro 1* no ofrece información acerca del tamaño del SBB, dado el desarrollo institucional.

[19] No se sabe con certeza por qué los datos del Banco Mundial difieren de los presentados por el Banco Central de Brasil. De cualquier modo, muestran tendencias similares.

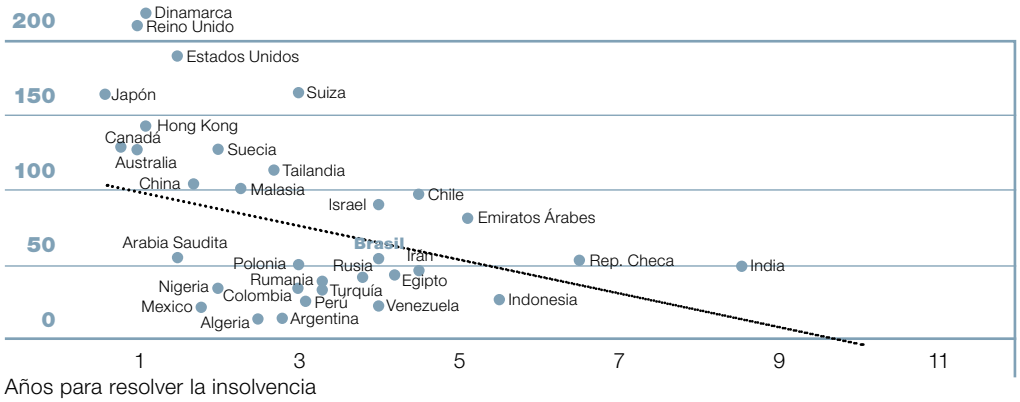
Gráfico 10. Crédito interno del sector bancario, año 2003 (porcentaje del PIB)



Años para resolver la insolvencia

Fuente: Banco Mundial.

Gráfico 11. Crédito interno del sector bancario, año 2008 (porcentaje del PIB)



Años para resolver la insolvencia

Fuente: Banco Mundial.

Los *Gráficos 10* y *11* son ilustrativos sobre el tamaño del sector bancario brasileño, dadas sus instituciones. El eje horizontal muestra un indicador del desarrollo institucional: la cantidad de años para resolver situaciones de insolvencia, un indicador de la calidad de las leyes y los tribunales de quiebra. Lo interpretamos como una variable *proxy* para el nivel de desarrollo institucional de los mercados de crédito.

Al interpretar estas correlaciones simples basadas en la variación entre países hay que ser cuidadoso. Con esa advertencia en mente, cuanto más rápido el acreedor logra apropiarse de los activos en quiebra, mayor es el tamaño del sector bancario, de acuerdo con lo esperado. En 2003, Brasil, junto con la República Checa, era un valor atípico negativo: se necesitaban 10 años para resolver situaciones de insolvencia.

Cuadro 1. Crédito interno otorgado por el sector bancario (porcentaje del PIB)

País	Año 2003	Ránking
Estados Unidos	184	1
Japón	181	2
Canadá	167	3
Suiza	157	4
Dinamarca	152	5
Hong Kong (China)	149	6
Reino Unido	143	7
China	127	8
Malasia	119	9
Suecia	101	10
Tailandia	100	11
Australia	99	12
Israel	85	13
Chile	78	14
Egipto	61	15
Arabia Saudita	55	16
Emiratos Árabes Unidos	51	17
Irán	36	18
República Checa	32	19
Brasil	29	20
Polonia	28	21
Indonesia	23	22
Colombia	22	23
Rusia	21	24
Perú	21	25
México	16	26
Turquía	15	27
Nigeria	14	28
Rumania	14	29
Argelia	11	30
Argentina	11	31
Venezuela	9	32
Media	72	
Mediana	53	
Desviación estándar	59	

País	Año 2008	Ránking
Dinamarca	218	1
Reino Unido	210	2
Estados Unidos	190	3
Suiza	165	4
Japón	164	5
Hong Kong (China)	143	6
Canadá	129	7
Suecia	127	8
Australia	127	9
Tailandia	113	10
China	104	11
Malasia	101	12
Chile	97	13
Israel	90	14
Emiratos Árabes Unidos	81	15
Arabia Saudita	55	16
Brasil	54	17
República Checa	53	18
Polonia	50	19
Irán	46	20
Egipto	43	21
Rusia	41	22
Rumania	38	23
Colombia	34	24
Nigeria	34	25
Turquía	33	26
Indonesia	27	27
Perú	25	28
Venezuela	22	29
México	21	30
Argentina	14	31
Argelia	13	32
Media	83	
Mediana	54	
Desviación estándar	60	

Por consiguiente, el sector bancario era pequeño. En 2008, a causa de la nueva ley de quiebra, las cosas mejoraron significativamente y Brasil se movió al medio del grupo. En ambos casos, Brasil parece estar aproximadamente en el lugar esperable, en términos de la predicción lineal simple. El mismo patrón surge al utilizar una medida representativa para el desarrollo institucional del mercado de crédito: la cobertura de oficinas de crédito privadas (% de adultos).

En resumen, dadas las características institucionales, Brasil no tenía una penetración financiera ni desmedida ni insuficiente, tanto en 2003 como en 2008. Sin embargo, hay algo evidente: las instituciones mejoraron, y eso sin duda explica una parte importante de la expansión del crédito desde 2003.

4.2. Mejoras institucionales a nivel micro

Varias mejoras institucionales a nivel micro representaron un importante cambio en la oferta en la década de 2000. En una muestra clara de una nueva preocupación por los impedimentos a nivel micro para la profundización financiera, el Banco Central de Brasil comenzó en 1999 a estudiar sistemáticamente los determinantes de los diferenciales muy altos, de las operaciones de crédito. Ofrecemos una lista no exhaustiva que incluye únicamente las dos mejoras más importantes: los préstamos de nómina y la nueva ley de quiebra[20].

4.2.1. Préstamos de nómina[21]

Los préstamos de nómina a jubilados del sector público y funcionarios públicos existen en Brasil desde fines de la década de 1990. Los jubilados y empleados del sector privado estaban excluidos[22]. En diciembre de 2003, el Congreso aprobó un proyecto de ley que estipulaba las regulaciones para suscribir préstamos de nómina a jubilados y empleados del sector privado (Ley 10.820, 2003).

La ley regula los procedimientos a través de los cuales los bancos comerciales suscriben préstamos de nómina a empleados del sector privado y a quienes reciben beneficios de seguro social del Instituto Nacional de Seguro Social (INSS), el sistema de pensión de reparto administrado federalmente. Entre otras disposiciones, la ley indica que el principal y el interés totalicen no más del 30% del ingreso del prestatario. Los beneficiarios del INSS constituyen el mayor mercado para los préstamos de nómina (aproximadamente 50% en 2008).

En el *Gráfico 12* se ilustra el notable impacto de los préstamos de nómina. Los préstamos suscriptos en el contexto de esta categoría registraron un aumento marcado, tanto en términos absolutos como relativos.

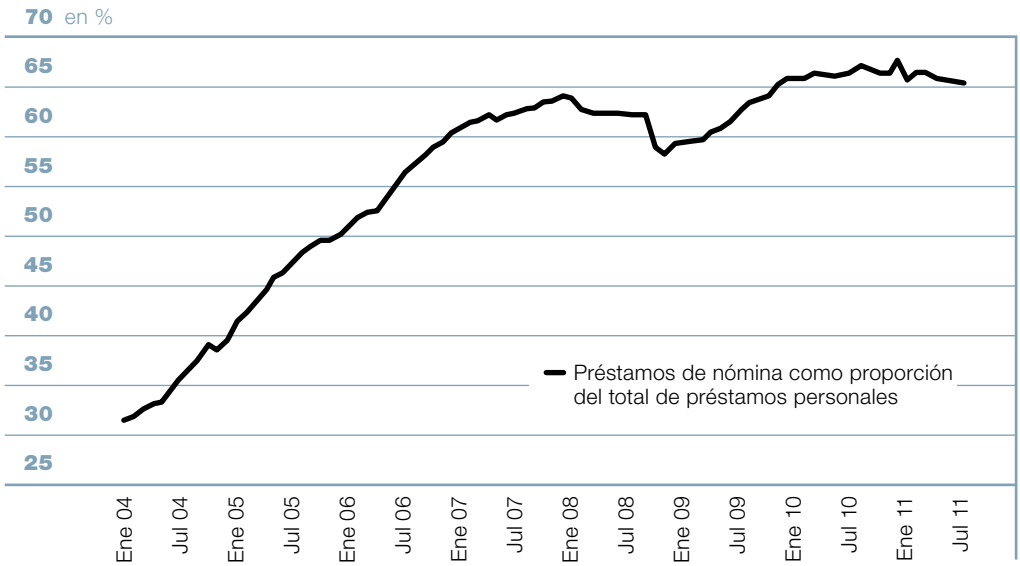
Un factor crucial para el éxito de los préstamos de nómina fue la seguridad jurídica acerca de la aplicación eficaz por parte de los tribunales. En Costa y De Mello (2006) se muestra el impacto de una decisión jurídica temprana adversa que prohibía el uso del ingreso futuro como garantía. Las decisiones de los tribunales superiores establecieron posteriormente la jurisprudencia segura sobre el tema, lo que permitió la expansión de los préstamos de nómina. Si excluimos el riesgo jurídico, los préstamos a jubilados del INSS implican riesgo soberano y riesgo de muerte (de no haber herencia), este último puede ser altamente diversificado. El valor del uso seguro de garantías puede verse en los *Gráficos 13* y *14*. En el *Gráfico 13* se muestran las tasas de morosidad en préstamos de nómina y en los préstamos automotores, con fines com-

[20] Otro desarrollo importante fue la introducción de la *Enajenación Fiduciaria* para activos que no fueran valores financieros. La *Enajenación Fiduciaria* permite transferir la propiedad de una garantía a los prestamistas hasta que se finalice el pago del préstamo. Todavía no hay datos empíricos robustos, pero las mejoras marcadas que se registraron en la determinación de precios de automóviles sugieren que la *Enajenación Fiduciaria* tuvo un impacto significativo.

[21] Esta subsección se basa en gran medida en Costa y De Mello (2008) y Arrigoni *et al.* (en imprenta).

[22] La estabilidad del flujo de ingresos futuros es crucial para que la deducción de la nómina sea confiable como garantía. Sin embargo, la ley tuvo un impacto limitado durante los primeros años de la década de 1990, a causa de la inestabilidad macroeconómica, que dificultaba el avance de la intermediación financiera en general.

Gráfico 12. Préstamos de nómina como proporción del total de préstamos personales



Fuente: Banco Central de Brasil.

parativos. El gráfico es elocuente: reducción en la tasa de morosidad de préstamos de nómina, tanto en términos absolutos como relativos. La contraparte en términos de precios, lógicamente, muestra una reducción marcada *(Gráfico 14).*

4.2.2. La nueva ley de quiebra

En febrero de 2005, el Congreso aprobó la Nueva Ley de Quiebra *(Nova Lei de Falências)*[23]. En el caso de los mercados de crédito, el cambio más importante que generó la nueva legislación se refiere al orden de prioridad sobre la deuda. De acuerdo con la ley anterior, el gobierno federal y los gobiernos estaduales y municipales tenían prioridad sobre cualquier deudor. Esta se aplicaba tanto a los impuestos como a las deudas de seguridad social. Luego del gobierno llegaban los pasivos laborales, y sólo entonces los acreedores comunes.

[23] Ley 11.101 y Ley Complementaria 117, ambas del 17 de febrero de 2005.

La nueva ley cambia ese orden. Ahora, los pasivos laborales tienen precedencia sobre todos los demás. Luego vienen las deudas fiscales y los deudores con garantías reales, con el mismo estatus. Una garantía real implica un activo físico, no una garantía de terceros.

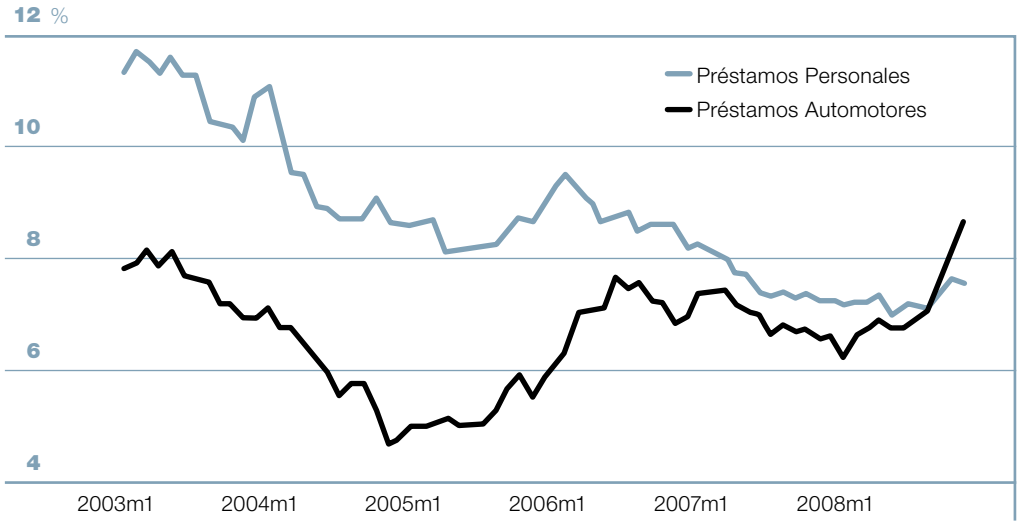
Aunque no hay muchas mediciones precisas de los efectos de la nueva ley de quiebra, se cree en general que la ley impulsó la oferta de crédito y, por lo tanto, es uno de los factores microeconómicos detrás del *boom* reciente de los mercados de crédito[24].

[24] Véase Araújo y Lundberg (2004), donde se presenta una reseña minuciosa de la nueva ley de quiebra. En Rodriguez, Takeda y Araújo (2004) se ofrecen ciertos datos empíricos indirectos sobre los impactos de la nueva ley de quiebra, estudiando el impacto de las garantías reales tanto sobre las cantidades de crédito como sobre las tasas de interés.

4.2.3. Enajenación Fiduciaria para préstamos automotores

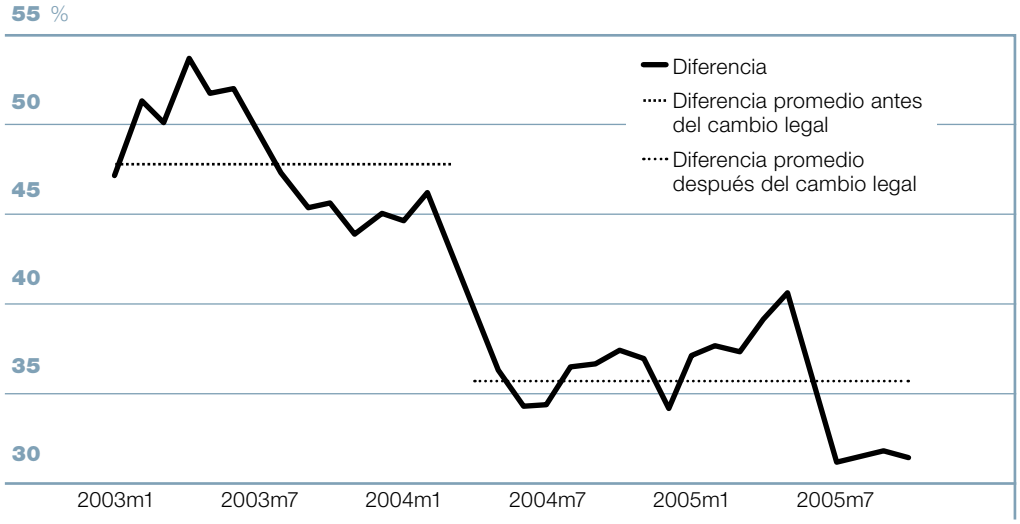
La Medida Provisoria 2.160 - 25 de agosto de 2011 regula la Enajenación Fiduciaria. Cuando un activo está bajo Enajenación Fiduciaria, su propiedad se transfiere al acreedor hasta que el préstamo se paga totalmente (aunque el control del activo es del prestatario). Es similar al *leasing.* Aunque la Medida Provisoria es de 2001, la seguridad jurídica fue fundamental para su eficacia. En 2004, se volvió evidente que los jueces podían autorizar la venta del activo una vez que el prestatario entraba en mora. Con el sistema anterior, la venta estaba prohibida hasta que el prestatario agotara todos los recursos judiciales. En el caso de los préstamos automotores, cuyos activos subyacentes tienen una tasa de depreciación alta, el sistema

Gráfico 13. Tasas de morosidad de préstamos automotores versus personales
(proporción de préstamos con un retraso en el pago de más de 30 días)



Fuente: Arrigoni *et al* (2011) con datos del Banco Central de Brasil

Gráfico 14. Diferencia en las tasas de interés anuales de préstamos automotores y personales



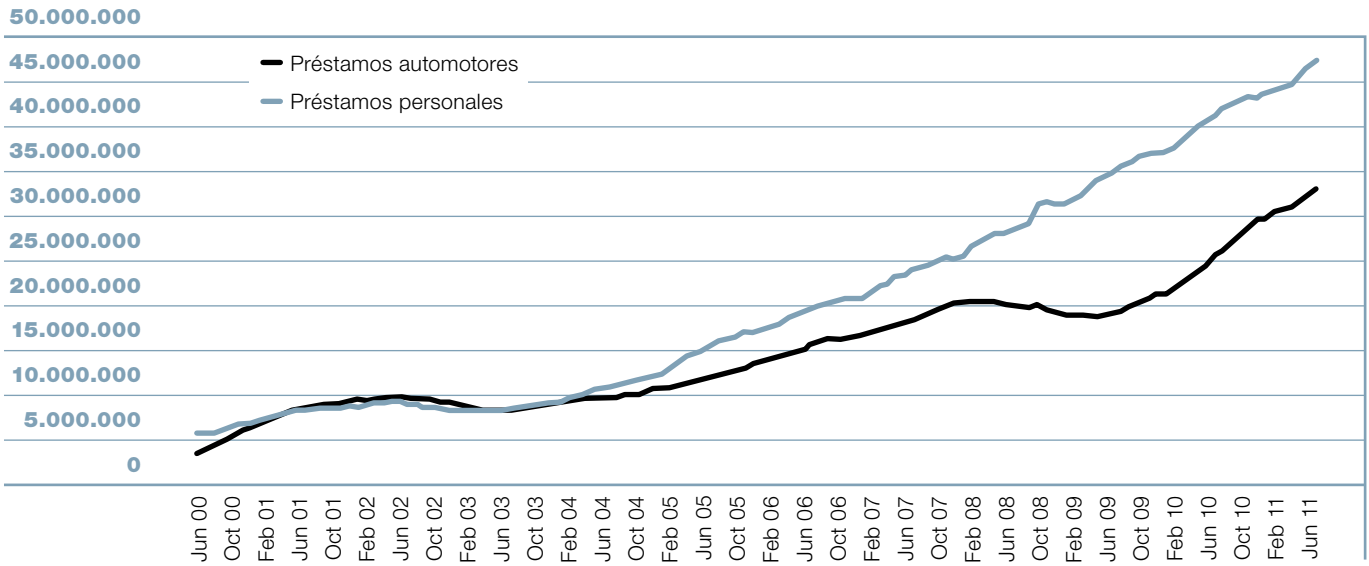
Fuente: Arrigoni *et al* (2011) using data del Banco Central de Brasil

Cuadro 2. Comparación de los segmentos de cotización en la bolsa BM&FBovespa

	BOVESPA MAIS	NOVO MERCADO
Porcentaje mínimo de acciones en circulación (flotación libre)	Flotación libre del 25% hasta el séptimo año de listado o condiciones mínimas de liquidez	Por lo menos el 25% de flotación libre
Características de las acciones emitidas	Sólo pueden comercializarse y emitirse acciones ordinarias, pero se permite la existencia de acciones preferenciales	Se permite la existencia de acciones ordinarias
Directorio de Gerencia	Mínimo de tres miembros (de acuerdo con la legislación)	Mínimo de cinco miembros, de los que por lo menos el 20% deben ser independientes
Estados financieros anuales respecto de estándares internacionales	Opcional	Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en EE.UU. o Normas Internacionales de Información Financiera
Concesión de *tag along*	El 100% para las acciones ordinarias	El 100% para las acciones ordinarias
Adopción de mercado		
Cámara de arbitraje	Obligatorio	Obligatorio

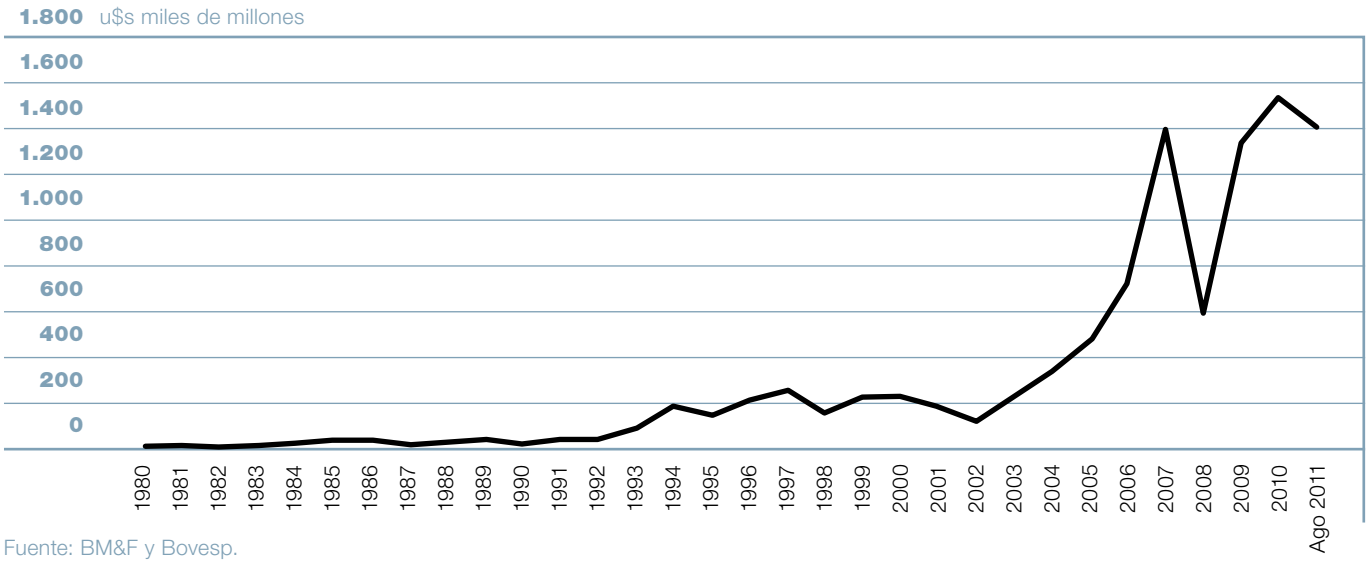
Fuente: García (2011).

Gráfico 15. Préstamos automotores versus personales (en miles de reales de julio de 1994)



Fuente: Banco Central de Brasil. Series deflated using the ICV from DIEESE.

Gráfico 16. Capitalización del mercado



Fuente: BM&F y Bovesp.

	Nivel 2	Nivel 1	Tradicional
	Por lo menos el 25% de flotación libre	Por lo menos el 25% de flotación libre	No existe una norma
	Se permite la existencia de acciones ordinarias y acciones preferenciales (con derechos adicionales)	Se permite la existencia de acciones ordinarias y de acciones preferenciales	Se permite la existencia de acciones ordinarias y de acciones preferenciales
	Mínimo de cinco miembros, de los que por lo menos el 20% deben ser independientes Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en EE.UU. o Normas Internacionales de Información Financiera	Mínimo de tres miembros (de acuerdo con la legislación) Opcional	Mínimo de tres miembros (de acuerdo con la legislación) Opcional
	El 100% para las acciones ordinarias; el 80% para las acciones preferenciales Obligatorio	El 80% para las acciones preferenciales (de acuerdo con la legislación) Opcional	El 80% para las acciones preferenciales (de acuerdo con la legislación) Opcional

hacía que la garantía no tuviera valor. En el *Gráfico 17* se muestra un aumento en la cantidad de préstamos automotores, a partir de principios de 2004. Si bien el aumento fue menos pronunciado que en el caso de los préstamos personales (que creció casi 10 veces entre 2000 y 2011), la cantidad de préstamos automotores aumentó más de seis veces a lo largo de la década de 2000. El aumento en los préstamos automotores es mucho más pronunciado que el aumento en el crédito interno privado en general *(Gráfico 7).*

4.2.4. Avances institucionales en mercados de capitales: el NOVO MERCADO

El financiamiento a largo plazo basado en el mercado mejoró en el último decenio. Durante décadas, los mercados de capitales privados fueron irrelevantes en la práctica como mecanismos de financiamiento a largo plazo. La intermediación financiera, en especial a largo plazo, correspondía principalmente al sector público, a través del BNDES o la inversión directa del gobierno. A pesar de la creación de un organismo regulatorio independiente —la CVM (Comisión de Valores Mobiliarios) — en 1976, y de la modernización de la legislación en relación con los derechos y obligaciones de intermediarios y emisores, los mercados de capitales mantuvieron una actividad limitada durante las décadas de 1980 y 1990. Quizás a causa de que a pesar de esas mejoras institucionales la protección de accionistas minoritarios siguió siendo débil[25]. Además, el contexto de inflación alta y la existencia de programas de ahorro obligatorio no eran especialmente positivos para incentivar el ahorro privado a largo plazo no obligatorio.

Luego de 1994, la estabilización y las mejoras institucionales adecuadas generaron grandes mejoras en los mercados de capitales privados. Entre ellas, se destaca la creación del BOVESPA NOVO MERCADO en 2000, un segmento de cotización con reglas coherentes con las normas internacionales de gobierno corporativo[26]. Actualmente existen cuatro segmentos de cotización: Novo Mercado, Nivel 2, Nivel 1 y Tradicional, en orden decreciente de cumplimiento con prácticas recomendadas para la gestión corporativa. En el *Cuadro 2,* tomado de García (2011), se resumen las diferencias de requisitos.

Tras el período inicial de inestabilidad macroeconómica a principios de la década de 2000, NOVO MERCADO se consolidó, a partir de 2003. En los *Gráficos 16* a *18* se muestran las consecuencias de la estabilización y las mejoras institucionales. En el *Gráfico 16* se muestra la evolución de la capitalización total del mercado de acciones. La capitalización total del mercado aumentó más de siete veces entre 2003 y 2011 inclusive *(Gráfico 19).*

En el *Gráfico 17* se muestran dos hechos: el aumento en la capitalización de mercado se vio acompañado (y es posible que haya sido causado) por una septuplicación de las ofertas públicas de venta, la mayoría de nuevas empresas cotizadas en NOVO MERCADO, que tiene reglas de cotización más estrictas. Los volúmenes negociados aumentaron notablemente. Por último, en el *Gráfico 18* se muestra la participación por tipo de inversionista. El aumento relativo en la participación por parte de inversionistas y personas extranjeras sugiere que las mejoras institucionales, en efecto, explican gran parte de la profundización de los mercados de capitales basados en el mercado durante la década de 2000.

[25] En García (2011) se indica: *"En muchas empresas, la mayoría de las acciones no tenían derecho a voto, lo que permitía que una minoría controlara la gestión y a menudo generaba ineficiencias. Diversos casos de expropiación (*tunneling, *o venta de activos corporativos a precios muy bajos) de la* mayoría minoritaria *por parte de la* minoría controladora *no se controlaron de manera adecuada".* De hecho, en Dyck y Zingales (2003) estiman que en la década de 1990, los beneficios privados del control en Brasil eran los más altos del mundo.

[26] Las demás mejoras incluyen las mayores penalizaciones en casos de incumplimiento y la creación de los Términos de Emprendimiento, según los cuales la parte investigada o acusada, sin admitir culpabilidad, acepta dejar de practicar las actividades que la CVM considera ilícitas. Véase García (2011).

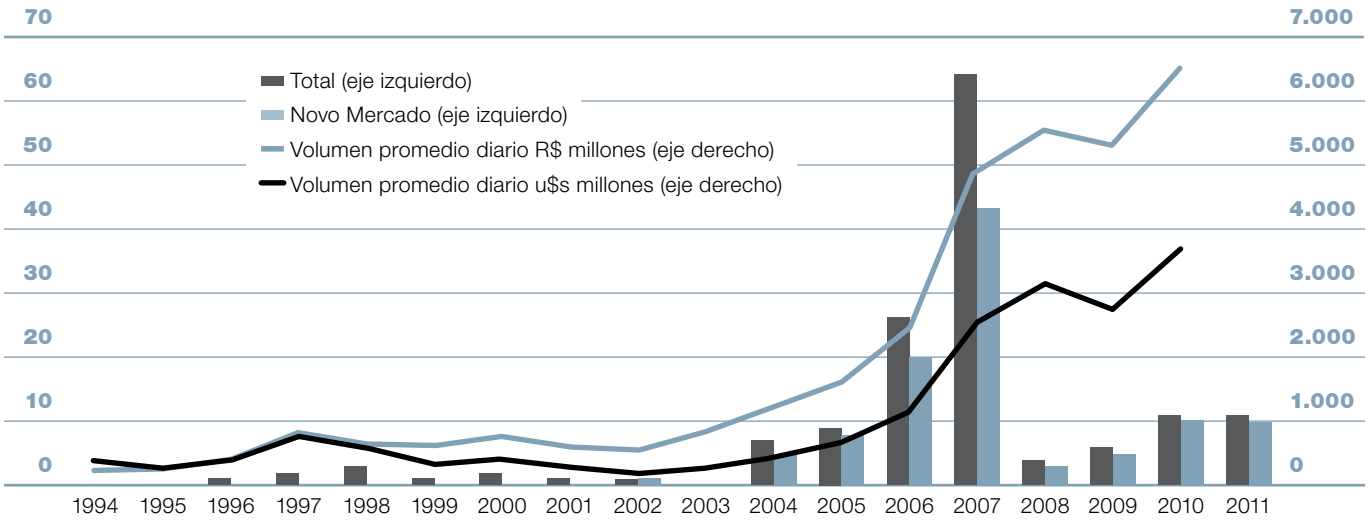
En resumen, el financiamiento a largo plazo basado en el mercado, ofrecido a través de los mercados de acciones, mejoró notablemente en la última década, de acuerdo con el proceso general de profundización financiera. Eso sugiere que la intermediación dirigida por el Estado, a través del BNDES, podría ser reemplazada por soluciones privadas a mediano plazo.

4.3. ¿Qué queda? El mercado hipotecario

El patito feo del sistema financiero de Brasil es el mercado hipotecario. Brasil es un país con un desempeño inferior en este mercado respecto de otros. No resulta sorpresivo que la cantidad de días que pasan antes del desalojo, un indicador del desarrollo institucional de los mercados hipotecarios, esté entre las más altas del mundo.

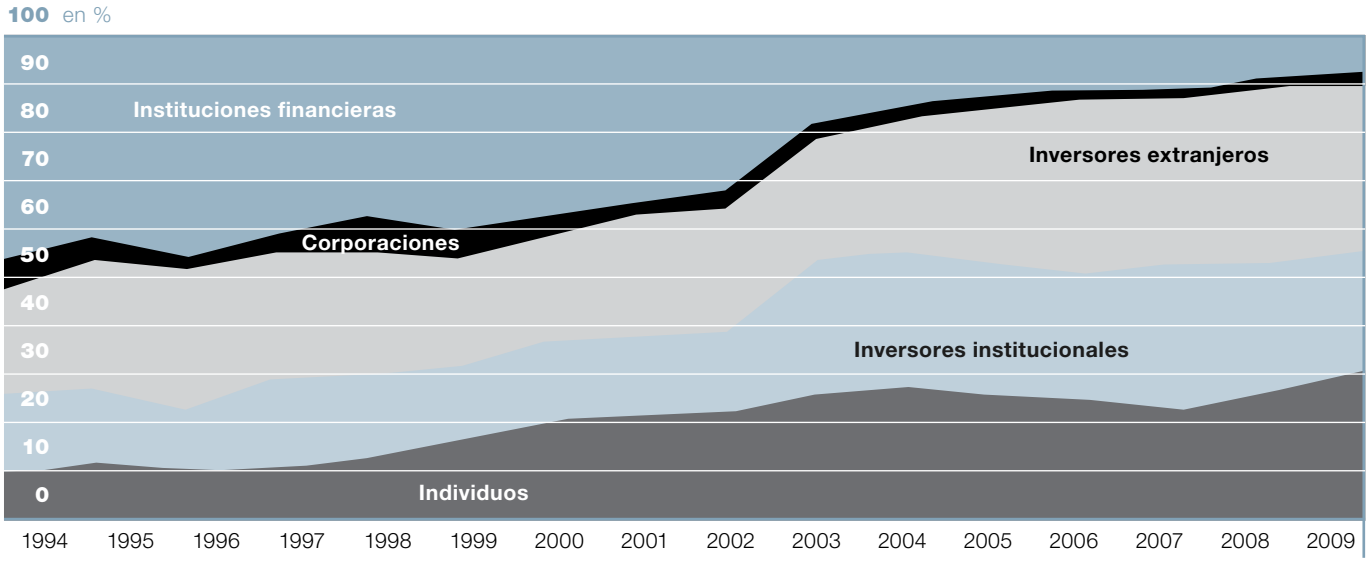
La excepción del mercado hipotecario en el *boom* financiero sólo confirma la regla: la principal restricción para una mayor profundización financiera es el desarrollo institucional. Las mejoras en la recuperación de activos inmobiliarios ofrecerían un nuevo margen importante para mayores mejoras.

Gráfico 17. Ofertas públicas de venta y volumen promedio de operaciones diarias en la bolsa de valores Bovespa



Fuente: BM/FBovespa y Garcia (2011).

Gráfico 18. Participación en el volumen de operaciones en la bolsa de valores Bovespa



Fuente: Garcia (2011).

4.4. Resumen

El período 2003-2010 mostró un aumento marcado en términos de penetración financiera. Es probable que el sistema bancario de Brasil estuviera listo para un importante avance en 2000, pero la inestabilidad macroeconómica previa a la elección de Lula fue un obstáculo. Además, la segunda ola de reformas microeconómicas, incluidas aquellas de los mercados de crédito, no comenzaron sino en 1999-2000 y cobraron ímpetu durante el primer mandato de Lula. Sostenemos que el *boom* financiero fue principalmente producto de *shocks* de oferta positivos, que tiene consecuencias para la estabilidad del sistema bancario.

5. Estabilidad durante el *boom* y durante la crisis

Los riesgos constituyen un motivo de preocupación. El sector bancario brasileño todavía no ha ingresado en el negocio de la intermediación hipotecaria, actividad complicada y peligrosa, tal como nos lo ha enseñado la crisis de 2008. Con esta advertencia en mente, mostramos que, hasta acá, la evidencia sugiere que el *boom* bancario brasileño no ha estado acompañado de una excesiva toma de riesgos por parte de los bancos.

5.1. Cierto grado de toma de riesgos en términos de activos y pasivos

El *Gráfico 14,* sobre las tasas por mora de los préstamos de nómina y automotores, es llamativamente informativo. Normalmente, suele ser una preocupación la excesiva toma de riesgos como consecuencia de la expansión de los créditos. En el caso brasileño, hasta el momento, parecería suceder lo contrario: el crédito se ha expandido porque el otorgamiento de préstamos se tornó menos riesgoso. En términos más agregados, en el *Gráfico 20* se expone la evolución de la mora (más de 90 días de retraso) de los sectores bancarios privado y público.

Transcurrido un período de elevada y volátil tasa de mora, las tasas comenzaron a disminuir a fines de 2003 y se fueron reduciendo de manera sostenida hasta fines de 2008, cuando el colapso crediticio producto de la crisis financiera global golpeó a la economía brasileña.

En términos de pasivos, los bancos brasileños mantienen un elevado nivel de capital (clase 1). Los coeficientes se mantuvieron altos durante todo el período que abarcó el *boom.* El *Cuadro 3* presenta una fotografía de los países del G-20 en 2009. Brasil revela un muy alto ratio de Basilea (capital en relación a los activos ponderados según el riesgo). Además, una parte muy importante del capital es de clase 1. En julio de 2011, el ratio de Basilea de Brasil se mantuvo en un alto 16,4%[27].

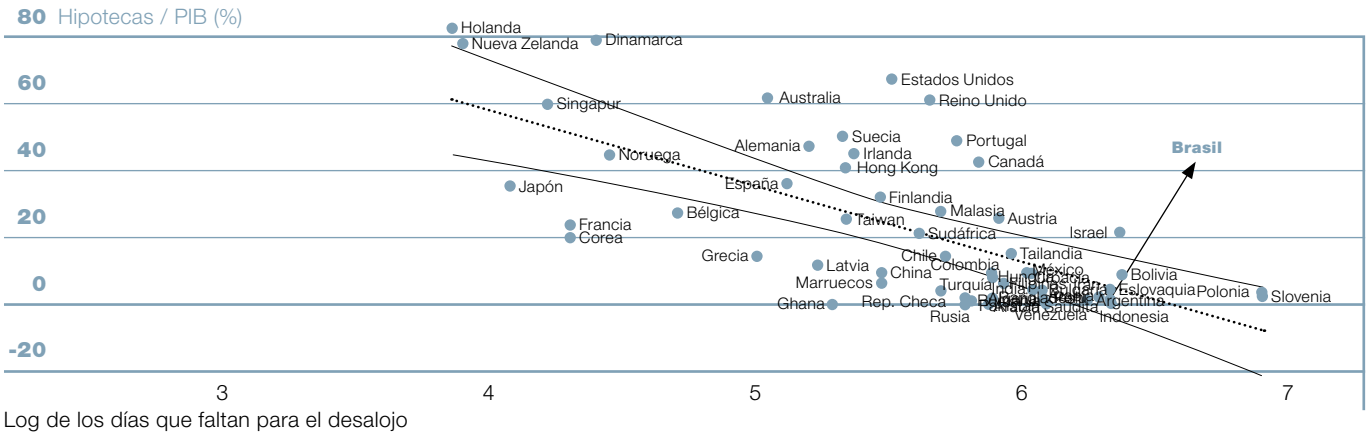
[27] Tombini (2011).

5.2. ¿Por qué los bancos brasileños son tan prudentes? Algunas conjeturas

5.2.1. Estructura de propiedad

Un típico banco brasileño es una empresa que cotiza en bolsa con un gran accionista controlante que goza de importantes derechos de efectivo en la empresa. En el *Cuadro 4* se desglosa la propiedad del Itau-Unibanco y del Bradesco, los dos bancos comerciales privados más grandes.

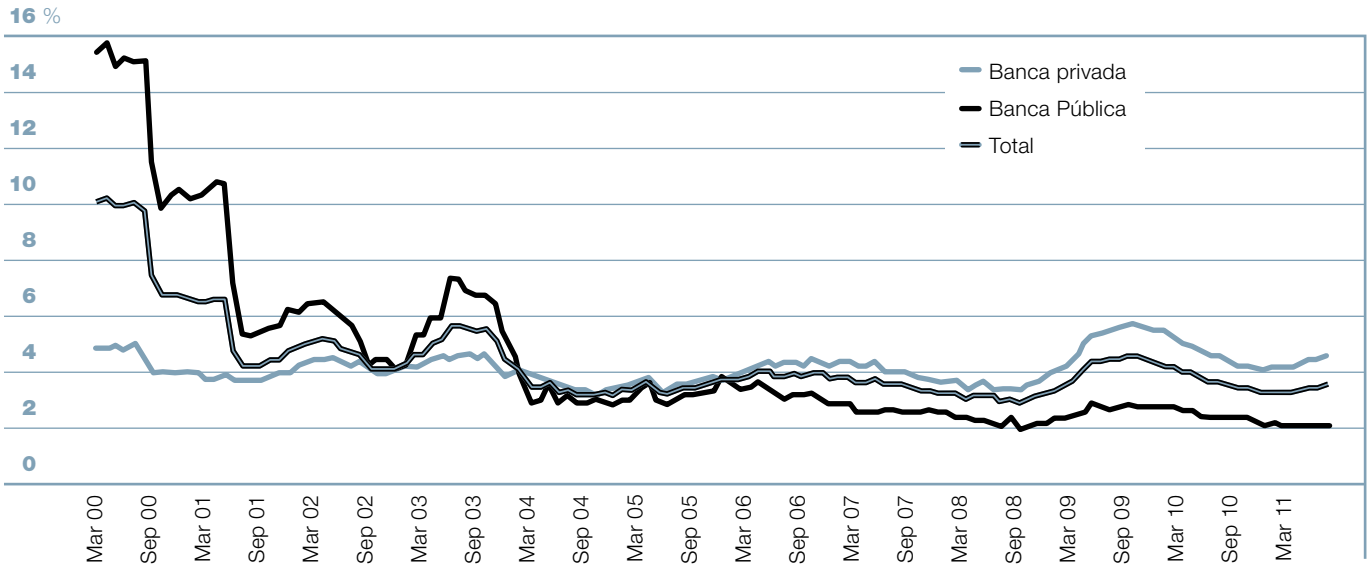
Gráfico 19. Hipotecas en función de los días que faltan para el desalojo



Log de los días que faltan para el desalojo

Fuente: Banco Mundial.

Gráfico 20. Deudas con mora mayor a 90 días como porcentaje de los activos



Cuadro 3. Comparación entre los ratios de Basilea de varios países

Países del G-20	Fecha de los últimos datos disponibles	Capital regulatorio sobre activos ponderados por riesgo	Capital regulatorio sobre activos ponderados por riesgo (clase 1)
Australia	4 T 2009	11,3	8,4
Brasil	4 T 2009	18,8	14,9
Canadá	4 T 2008	12,2	9,8
Francia	A 2008		8,3
Alemania	4 T 2009	14,8	10,8
India	A 2008	13,0	9,1
Indonesia	A 2008	17,5	15,4
Italia	A 2007	10,1	7,1
Corea del Sur	3 T 2009	14,2	10,8
México	4 T 2008	15,2	13,5
Rusia	4 SA* 2009.1	18,5	13,1
Sudáfrica	A 2008	13,0	10,2
Turquía	4 T 2009	20,6	18,6
Reino Unido	4 SA* 2009.1	13,3	10,2

*SA (seasonally adjusted): Desestacionalizado.

Fuente: FMI.

Tanto en el caso del Bradesco como del Itau-Unibanco, el accionista controlante ostenta un claro control político: los accionistas controlantes del Bradesco son Cidade de Deus y Fundaçao Bradesco, que en conjunto poseen más del 65% de las acciones con derecho a voto; en el caso del Itau-Unibanco, Itaúsa e Iupar son titulares de casi el 90% de las acciones con derecho a voto. En ambos casos, los accionistas controlantes poseen una importante participación en los derechos de efectivo (33% y 45%, respectivamente).

Podría decirse que esta estructura favorece un comportamiento cauto. En contraste con la propiedad dispersa, un sólo accionista grande puede internalizar las ganancias que resultan del seguimiento. Si no existe monitoreo alguno, la alineación de los intereses de la gerencia y los accionistas suele basarse en el pago por desempeño, lo que podría llevar a asumir riesgos en exceso, como ocurrió en los Estados Unidos durante las décadas de 1990 y 2000.

Los bancos públicos (en el sentido de bancos de propiedad gubernamental) también mantienen una estructura de propiedad concentrada. En su caso, resulta difícil calibrar la toma de riesgos. Habitualmente, el comportamiento proclive a asumir riesgos en el sector público no está bien compensado, por lo que cabría esperar mayor número de suscripciones en los bancos públicos. Sin embargo, éstos tienen un mandato explícito de prestar a tasas preferenciales a algún sector *(Sección 3.1.1.)*. Las tasas de *default* en estas líneas tienden a ser bastante altas. Arrigoni *et al.* (en imprenta) documentan una diferencia importante en las tasas de *default* entre el BB-CEF y los bancos privados. Históricamente, la renegociación de hipotecas del Sistema Financiero de Habitación ha causado un daño importante en los balances de los bancos públicos. Por último, como hemos visto, los dudosos procedimientos que rigen las suscripciones en los bancos estaduales también han causado inestabilidad en el período posterior a la estabilización.

Después de las fallas generales de los bancos estaduales a fines de la década de 1990, el gobierno federal ahora posee la gran mayoría de activos bancarios públicos. A todos los efectos prácticos, los depositantes y los inversionistas consideran

Cuadro 4. Estructura de accionistas: Itau-Unibanco y Bradesco

Accionista	% Acciones ordinarias	% Acciones preferenciales	% Total
PANEL A: Banco Bradesco S.A.			
Fundaçao Bradesco	17,06%	0,99%	9,02%
Cidade de Deus Cia Cial Participaçoes	48,66%	0,08%	24,35%
Capital Research and Management Company	0,00%	5,08%	2,54%
Ncf Participaçoes S.A.	8,21%	1,47%	4,84%
Otros	26,07%	92,38%	59,25%
Total	100,00%	100,00%	100,00%
PANEL B: Itaú Unibanco Holding S.A.			
Itausa- Investimentos Itaú S.A.	38,66%	0,00%	25,54%
Iupar- Itaú Unibanco Participacoes S.A.	51,00%	0,00%	25,54%
Blackrock.inc	0,00%	6,98%	3,49%
Otros	10,34%	91,42%	50,81%
Tesoro	0,00%	1,59%	0,79%
Total	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: CVM. Estructura al 08/11/2011. Las acciones ordinarias tienen derecho a voto. Las acciones preferenciales, las cuales tienen prioridad sobre las acciones ordinarias en el pago de dividendos, no tienen derecho a voto.

en general que el riesgo soberano es escasamente mayor en los bancos de propiedad federal. En este contexto, la propiedad federal de los activos bancarios puede constituir una fuerza que favorece la estabilidad. Tal vez el contribuyente tenga que pagar el costo de muchas decisiones subyacentes equivocadas. Pero en términos de estabilidad, el carácter dual del SBB conduce a ella.

5.2.2. Aparato regulatorio

El Banco Central de Brasil es el único supervisor de todos los bancos comerciales, bancos de inversión y empresas titulares de bancos, hecho en absoluto irrelevante para la estabilidad bancaria.

En primer lugar, a diferencia de los Estados Unidos y de Europa, no existe un arbitraje regulatorio que surja de una reglamentación unificada nacionalmente: los estados compiten para atraer las sedes de los bancos nacionales mediante un relajamiento de la regulación. El seguro de depósito no es una opción.

El hecho de que la autoridad monetaria sea responsable de la supervisión también es favorable a la estabilidad. Por ejemplo, el Banco Central es principalmente responsable del análisis de las fusiones horizontales. Actúa muy permisivamente ante fusiones potencialmente perjudiciales para la competencia ya que su mandato es la estabilidad.

Las agencias calificadoras de riesgo de Brasil no son en absoluto tan importantes para los mercados financiero y de capital brasileños como lo son en Estados Unidos. Las centrales de riesgo privadas también desempeñan una función menor. Es por esto que el Banco Central ha invertido sustancialmente en la construcción de su propio sistema de inteligencia crediticia: el Sistema de Información de Crédito del Banco Central (SCR). Esta iniciativa fue adoptada en 1997 con el nombre de Central de Riesgo Crediticio. El SCR es el registro más grande con datos sobre el comportamiento deudor en el sistema financiero, los cuales se comparten entre las instituciones que participan. Esto contribuye a que se verifiquen menos *defaults* y a que se logre una mejor gestión del riesgo crediticio.

El SCR cuenta con información mensual sobre las operaciones realizadas por las instituciones financieras. La base de datos del SCR almacena las operaciones de los clientes cuyo pasivo total alcanza o supera los R$ 5.000 (u$s 3.200), tanto vencido como en mora, al igual que los montos en concepto de garantías y prendas otorgados por las instituciones financieras a sus clientes. Mediante esta información, los organismos encargados de la supervisión bancaria pueden identificar con mayor precisión aquellas instituciones financieras con problemas crediticios que exigen monitoreo especial, logrando así su principal objetivo. El SCR difiere de una central de riesgo común en un aspecto sumamente importante para la estabilidad bancaria. Las centrales de riesgo contienen información sobre los prestatarios, en tanto que el SCR también contiene información fácilmente disponible respecto del prestamista, lo cual resulta bastante importante al momento de efectuar pruebas de estrés y monitorear el riesgo sistémico.

En suma, en relación con los Estados Unidos, Brasil cuenta con un sistema bancario bastante concentrado, con bancos grandes y nacionales. Si bien en Brasil podría ser más importante un efecto del tipo *too big to fail*, los bancos más grandes tienen propietarios claros (a veces, el propio gobierno). La supervisión también está con-

centrada. El Banco Central desempeña una función importante como principal agente de información. La central de riesgo más importante del país es pública. Así, contrariamente al caso de las agencias de crédito, cabe pensar que el conflicto de intereses no es una cuestión central[28]. El mercado regulatorio es mucho menos *laissez-faire*, lo cual quizás sea bueno para la estabilidad sistémica.

Finalmente, podría argumentarse que la estabilidad del SBB en la década de 2000 es accidental. Un pesimista podría argumentar que la crisis financiera en general, y en América Latina en particular, es, en el mejor de los casos, cíclica. Brasil tuvo la *buena suerte* de haber sufrido una crisis bancaria en la segunda mitad de la década de 1990. Después de la estabilización, los aspectos más débiles del SBB quedaron expuestos luego de haber nadado desnudos durante muchos años. La mayoría de los activos bancarios en malas condiciones fueron retirados del balance del SBB. En resumen, Brasil tuvo la oportunidad de comenzar de nuevo en la década de 2000.

[28] La ausencia de centrales de riesgo en el sentido habitual de la palabra tiene su costo, por supuesto. Después de la debacle de Lehman, cuando el real brasileño se depreció de manera significativa, muchas empresas fueron a la quiebra debido a las posiciones propias de derivados cambiarios (véase la *sección 6*). Muchas de estas empresas cotizaban en bolsa, o al menos habían emitidos bonos. Las agencias de crédito podrían haber prevenido esta *sorpresa.* Y sin embargo, el ejemplo de Estados Unidos sugiere lo contrario.

6. La crisis financiera internacional y sus secuelas[29]

[29] Esta sección se basa, en gran medida, en García (2011).

Luego de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, la crisis internacional se propagó a Brasil y a muchos otros mercados emergentes que, hasta ese entonces, no habían sentido realmente sus efectos nocivos.

Brasil apenas había sentido efecto alguno de la crisis de las hipotecas *subprime* hasta la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008. El índice bursátil IBOVESPA subió un 20% en términos de moneda nacional (el 44% en términos de dólares) entre junio de 2007 y junio de 2008. En el mismo período, los mercados de capital registraron emisiones de R$ 165.000 millones, o el 5,6% del PIB, lo cual estableció un récord e hizo del mercado una importante fuente de financiamiento para las empresas. El crédito total en la economía aumentó del 32% al 36% del PIB. El PIB se aceleró hasta alcanzar en el tercer trimestre de 2008 una tasa de crecimiento del 6,8% acumulada en doce meses, mientras que la demanda interna se expandió un 9,5%. A medida que la demanda se iba acelerando, el saldo de la cuenta corriente se deterioraba al caer de un superávit del 1,1% del PIB en junio de 2007 a un déficit de 1,4% en junio de 2008. En un contexto de excesiva demanda interna y aumento en los precios de los productos básicos internacionales (considerando la apreciación del tipo de cambio), la inflación subió considerablemente del 3,7% al 6,1%, al igual que el deterioro de las expectativas inflacionarias para los doce meses siguientes, que varió del 3,5% en junio de 2007 al 5,3% en junio de 2008, lo cual excedía la meta de inflación (4,5%)[30].

[30] Mesquita y Toros (2010).

Frente a este escenario de recalentamiento de la economía y aumento de la inflación, el Banco Central elevó la tasa de interés base, la Selic. Los requerimientos de reserva también se impusieron a las empresas de *leasing*, que estaban aprovechando un vacío en las regulaciones para ganar mercados. Asimismo, se limitaron las posiciones en moneda extranjera de las instituciones financieras, lo que demostró ser muy útil en la crisis que se desencadenó[31].

[31] Mesquita y Toros (2010).

La quiebra de Lehman condujo a una interrupción abrupta en el flujo de capital hacia Brasil y otros países. Los precios de los productos básicos cayeron, y el real se depreció considerablemente (el 62% entre agosto y diciembre de 2008). Con esta depreciación, varias empresas brasileñas, incluidas grandes exportadoras, sufrieron enormes pérdidas financieras. Estas empresas habían cerrado comple-

jos contratos de derivados que generaban ganancias si el tipo de cambio no se depreciaba, a costa de imponer grandes pérdidas en caso de que la depreciación sí ocurriera. Los contratos funcionaban como opciones de venta con apalancamiento en dólares vendidas por las empresas a los bancos. El esfuerzo conjunto de varias de estas empresas para restringir sus pérdidas comprando moneda extranjera acentuó la depreciación del real. Con esta importante depreciación, las pérdidas alcanzaron los u$s 37.000 millones a fin de septiembre de 2008, lo cual determinó la senda que transitó el Banco Central en reacción a la crisis. Para tomar sus decisiones, el BCB empleó información en tiempo real provista por el sistema de pagos de Brasil, por las cámaras de compensación de la BM&FBovespa, y por las posiciones de instituciones financieras y no financieras según informaba la CETIP[32]. En términos comparativos, el Banco Central de Brasil contaba con mucha más información sobre la salud financiera de bancos y empresas involucrados en derivados de moneda que la FED, tal como demuestra el caso de la empresa de seguros AIG.

[32] Mesquita y Toros (2010).

No hubo fuga de capitales como en crisis anteriores, sino más bien una reasignación de depósitos que migraron de instituciones más pequeñas, consideradas más débiles, a instituciones más grandes (o bancos públicos, que se juzgaban menos riesgosos). Frente a ello, el BCB buscó aliviar la falta de liquidez que afectaba a las instituciones más pequeñas. Durante las crisis de liquidez, como sucedió en los últimos meses de 2008, el BCB logró inyectar liquidez en el sistema mediante la liberación de montos sustanciales de requerimientos de reservas de los bancos.

El Banco Central mantenía alrededor de R$ 250.000 millones en requerimientos de reservas antes de que estallara la crisis en septiembre de 2008. Los directores del BCB en ese momento[33] manifestaron haber liberado unos R$ 116.000 millones, o el 4% del PIB, para mitigar los efectos de la crisis de liquidez que golpeó al sistema financiero nacional durante 2008. El *pooling* de liquidez afectó a la mayoría de los bancos pequeños y medianos, en tanto los requerimientos de reserva fueron depositados principalmente por los bancos grandes, debido a su gran base de depósitos. Con el fin de canalizar liquidez desde los bancos grandes hacia los bancos pequeños, el BCB estableció mecanismos de incentivo. A los bancos más grandes se les otorgó incentivos para que utilizaran la liberación de los requerimientos de reservas en la compra de las carteras de crédito de instituciones más pequeñas, a las que les resultaba difícil obtener financiamiento. Además, el BCB mejoró el redescuento y extendió el vencimiento a 359 días[34].

[33] Mesquita y Toros (2010).

[34] Mesquita y Toros (2010).

El esfuerzo por proveer recursos para los pequeños bancos no sólo consistió en el uso de fondos ya disponibles para este fin, sino además en el establecimiento de un mecanismo adicional de garantía de depósitos. Se recurrió en muchas ocasiones al Fondo de Garantía de Crédito (FGC), institución que garantiza los depósitos de bancos que quiebran[35]. Además de la compra por el FGC de activos de instituciones con problemas financieros, en marzo de 2009 el FGC implementó el sistema de depósitos a plazo con garantía especial. Estos depósitos estaban garantizados por el FGC hasta los R$ 20 millones, lo que permitió a los inversionistas comprar bonos de bancos pequeños y medianos sin correr el riesgo de contrapartida, que paralizaba el mercado interbancario. Según la evaluación de dos antiguos directores del Banco Central de Brasil que estuvieron al frente durante la crisis, el conjunto de medidas *"…adoptadas secuencialmente logró eliminar la restricción de liquidez y favorecer la reanudación del otorgamiento de créditos, primero a personas y más tarde a empresas"*[36].

[35] *"El FGC, garantizará los créditos contra las instituciones asociadas en caso de que entren en proceso de liquidación judicial, liquidación extrajudicial o quiebra del asociado, o en caso de reconocimiento de la insolvencia del asociado por el Banco Central de Brasil"* (http://www.fgc.org.br/?conteudo=1&ci_menu=12).

[36] Mesquita y Toros (2010), pág. 198. Más formalmente, Leão (2011) muestra que los bancos pequeños sufrieron una corrida contra sus depósitos. Utiliza los datos sobre depósitos y créditos a nivel de los bancos para mostrar que la corrida fue impulsada por los inversionistas institucionales, y fue particularmente potente en los bancos pequeños que dependían de la liquidez del mercado como fuente de financiamiento. Sus resultados sugieren que el instrumento de los depósitos con garantías a plazo fue, en efecto, vital para otorgar liquidez para el financiamiento una vez agotada la liquidez del mercado, y restaurar así la confianza en el sistema bancario.

También se tomaron medidas para facilitar el uso de la ventana de redescuento, si bien no se utilizó, ya que el FGC desempeñó esta función. Además, el FGC fue habilitado para garantizar emisiones efectuadas por instituciones pequeñas, y esta medida fue muy exitosa. Este tipo de medidas previno el fracaso de una gran cantidad de bancos durante el pico de la crisis[37].

[37] Mesquita y Toros (2010).

Los bancos de los estados también funcionaron como instrumento directo de intervención gubernamental en el mercado de crédito y bancario. En el transcurso de 2008, las operaciones de crédito de los bancos públicos crecieron el 40%, en tanto el crédito otorgado por los bancos privados se elevó en un 27%. La función de los bancos públicos fue más decisiva en el último trimestre de 2008. El crédito total otorgado por los bancos públicos aumentó en un 12,9%, mientras que el aumento en el sector privado fue del 3,2%. A su vez, los bancos públicos adquirieron tenencias de algunos bancos privados pequeños, lo cual les sirvió como un colchón de capital en medio de la crisis.

Dado el enorme incremento de la volatilidad, el BM&FBovespa elevó los márgenes requeridos para operar con derivados. Si bien esto acentuó la necesidad de liquidez, se estimó que era necesario para reducir el riesgo sistémico inherente a las transacciones con derivados financieros en la bolsa.

El BCB también garantizó el buen funcionamiento del mercado de crédito en moneda extranjera. Aunque esto fue muy criticado en su momento, se dejó que el sistema de tipo de cambio flotante operara libremente, y se ofrecieron las reservas de manera focalizada, de modo que no se interrumpieran los flujos de comercio internacional. Al último trimestre de 2008, no era evidente que las medidas internacionales contra la crisis fueran a tener éxito, por lo que el BCB decidió ahorrar sus reservas para un posible período prolongado de escasez de crédito externo. La decisión de dejar que el tipo de cambio flotara libremente se tomó, además, para evitar el rescate a empresas que especulaban con los derivados en moneda extranjera[38], confiando en una posible opción de venta de moneda extranjera ofrecida por el Banco Central. De hecho, algunos creían en la existencia de un hipotético temor a flotar: que el Banco Central no dejaría que el real se depreciara mucho por temor a los impactos sobre las empresas con descalce de monedas. La acción del Banco Central desempeñó, por lo tanto, una función pedagógica al intentar eliminar esta fuente de riesgo moral.

[38] Mesquita (2010).

Durante la crisis, el Banco Central vendió u$s 14.500 millones, apenas el 7% de las reservas existentes al momento en que estalló la crisis. Los REPO (ventas en divisas con acuerdos de recompra futura) se vendieron por un total de u$s 11.800 millones, y se otorgaron préstamos en dólares por u$s 12.600 millones, de los cuales u$s 9.000 millones estuvieron dirigidos al comercio exterior. La FED extendió líneas de crédito individuales por un total de u$s 30.000 millones a los bancos centrales de los países emergentes más sólidos, como Brasil, en forma de *swaps* de divisas. Este mecanismo no fue usado, pero su existencia contribuyó a restaurar la normalidad de los mercados financieros. Otra acción adoptada por el Banco Central en los mercados de divisas fue la venta de futuros en dólares (*swaps* inversos de divisas) por un monto de u$s 35.000 millones[39].

[39] Mesquita (2010).

Las acciones llevadas adelante por las autoridades económicas de Brasil fueron un gran éxito, del cual el FMI afirmó *"… pareciera que las medidas adoptadas por el BCB para relajar el mercado de divisas durante los años 2008 y 2009 han aliviado las diversas tensiones del mercado generadas por la escasez local de liquidez en dólares, por lo menos en cuanto a su impacto. Los anuncios y, en menor medida, las intervenciones mismas redujeron el costo relativo del financiamiento interno en dólares. Asimismo, las variadas operaciones en moneda extranjera parecen haber estabilizado las expectativas del mercado respecto de la volatilidad del tipo de cambio. Los efectos positivos de los anuncios del mecanismo de swaps de monedas entre la FED y el BCB, visibles en las tres regresiones –mencionadas en el artículo del FMI–, sugieren firmemente que este acuerdo ayudó a mejorar la confianza"* (FMI, 2009).

7. Observaciones finales

Brasil constituye un notable ejemplo reciente de una importante represión financiera seguida de una expansión. Se pueden extraer diversas lecciones del ejemplo brasileño.

La estabilidad macroeconómica fue condición necesaria de la expansión. Según ciertas mediciones, el SBB estaba bastante desarrollado durante los primeros años de la década de 1990. Sin embargo, la realidad es que estaba hipertrofiado por la inflación. Los bancos no se dedicaban al negocio de dar crédito, sino de conseguir depósitos para prestar a corto plazo al Gobierno, haciendo dinero fácil y multiplicándolo en el mercado a un día y a través de la flotación inflacionaria. Es posible calcular el grado de hipertrofia a través de la crisis bancaria que siguió a la estabilización y la consecuente contracción del SBB después de 1994. Una vez lograda la estabilidad de precios, el balance del sistema estaba sobrecargado de malas decisiones tomadas en la época inflacionaria. Limpiar los balances de los bancos tomaría algunos años y dos programas que costaron casi el 18% del PIB. Cuando por fin el SBB estuvo listo para el despegue, la perspectiva de la asunción de Lula pospuso el *boom* unos años más.

De repente, en 2003 el sistema estaba maduro para el *boom*, y el *boom* se produjo. Si bien la macroeconomía preparó el terreno, es muy probable que los avances institucionales a nivel micro desempeñaran una función importante. En su mayor parte, la profundización financiera se dio en el préstamo al consumo, donde los avances institucionales fueron más profundos.

Otra opinión sostiene que los consumidores fueron los más restringidos en términos de liquidez antes de 2003. Por lo que cualquier mejora macro conduciría a la expansión del préstamo al consumo por razones de demanda. Y sin embargo, las restricciones financieras ocurren por alguna razón. Normalmente, la culpa la tienen las fricciones de información (Adams *et al*., 2009). En este caso, las mejoras institucionales mitigaron las fricciones de información y condujeron al *boom.*

Un cínico apelaría a los hechos históricos: en la historia financiera de América Latina, la represión seguida de un *boom* siempre terminó en un colapso (Díaz-Alejandro, 1985). Pero esta vez, podría haber motivos para un cauto optimismo.

A diferencia del típico movimiento represión financiera-colapso financiero que describe Díaz-Alejandro (1985), el *boom* de la década de 2000 en Brasil no fue producto de que la liberalización fracasara. Hasta ahora, ni los consumidores ni los bancos parecen excesivamente apalancados. Resta ver si el SBB se expandirá más de lo debido, pero tanto los datos como las condiciones concretas sugieren lo contrario. Tal vez, sólo tal vez, en esta ocasión hayamos escapado a la historia.

Glosario de abreviaturas

BANERJ: Banco del Estado de Río de Janeiro
BANESPA: Banco del Estado de San Pablo
BB: Banco de Brasil
BCB: Banco Central de Brasil
BDC: Banco de Desarrollo de Corea
BID: Banco Interamericano de Desarrollo
BNDES: Banco de Desarrollo de Brasil
BNH: Banco Nacional de Habitación
CEF: Caja Económica Federal (banco comercial de propiedad federal)
CETIP: Mesa Organizada de Activos y Derivativos
CMN: Consejo Monetario Nacional
COPOM: Comité de Política Monetaria
COSIF: Plan Contable de las Instituciones del Sistema Financiero (plan contable unificado para las instituciones del sistema financiero nacional)
CVM: Comisión de Valores Mobiliarios
FAT: Fondo de Amparo al Trabajador
FGC: Fondo de Garantía de Crédito
FGTS: Fondo de Garantía por el Tiempo de Servicio (fondo obligatorio para seguro de desempleo)
FMI: Fondo Monetario Internacional
INSS: Instituto Nacional de Seguro Social (sistema federal de pensiones financiado con ingresos corrientes)
PIS-PASEP: Programa de Integración Social/ Programa de Formación del Patrimonio del Servidor Público (un impuesto federal)
SBB: Sistema Bancario de Brasil
SCR: Sistema de Información de Crédito
SFB: Sector Financiero de Brasil
SPB: Sistema de Pagos Brasileño
TILP: Tasa de Interés de Largo Plazo
URV: Unidad Real de Valor

Bibliografía

Adams W., Einav L, y Levin J. (2009). *Liquidity constraints and imperfect information in subprime lending.* American Economic Review, 99,49-84.

Araújo A., y Lundberg E. (2004). *A Nova Lei de Falências - Uma Avaliação.* Disponible en portugués en: www.bcb.gov.br/Pec/SeminarioEcoBanCre/Port/VLedeFalênciasJSB.pdf

Arrigoni C., De Mello J., y Funchal B. (en imprenta), *The Brazilian payroll lending experiment.* Review of Economics and Statistics.

Carneiro D., y Garcia M. (1993) *Capital flows and monetary control under a domestic currency substitution regime: The recent Brazilian experience.* Disponible en inglés en http://www.econ.puc-rio.br/PDF/TD304.PDF

Carneiro D.D., Werneck R.L.F., Garcia M.G.P. (1993). *Strengthening the financial sector in the Brazilian economy.* In R. Frenkel (org), Strengthening the financial sector in the adjustment process (pp. 87-149), Buenos Aires. Disponible en inglés en http://www.econ.puc-rio.br/PDF/td307.pdf

Coelho C., De Mello J., y Garcia M. (2010). *Identifying the Bank Lending Channel in Brazil through data frequency.* Economía, 10, 47-79.

Costa A. y De Mello J. (2006). *Judicial risk and credit market performance: Evidence from Brazilian payroll loans* (NBER documento de trabajo N° 12252).

Cysne R. P., y Coimbra-Lisboa P. C. (2004). *Imposto Inflacionário e Transferências Inflacionárias no Brasil: 1947–2003.* Revista de Economia Política,24(4 (96)), octubre-diciembre 2004.

Díaz-Alejandro C. (1985). *Bye-bye financial repression hello financial crash.* Journal of Development Economics, 19, 1-24.

Dyck A., y Zingales L. (2003). *Private benefits of control: An international comparison.* Journal of Finance, 59, 533-596.

Garcia M. (2007). *El régimen de metas de inflación en Brasil: evaluación y lecciones de política para los países latinoamericanos.* Economia Unan, 4, 47-63.

Garcia M. (2011). *The financial system and the Brazilian economy during the great crisis of 2008.* ANBIMA: Brazilian Financial and Capital Markets Association, ISBN 978-85-86500-66-4. Dispoble en http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?id=1000001381

Leão S. *Essays in Banking,* capítulo 3, tesis de doctorado, documento mimeografiado, Departamento de Economía, PUC-Rio, 2011.

Lex A. *IPOs no Novo Mercado: Estratégias de Capitalizacão e/ou Saída?,* tesis de maestría, documento mimeografiado, PUC-Rio.

Mesquita M. (2010). *Post-crisis Economic Policy and Regulatory Challenges.* Presentación en la reunión de la Sociedad Brasileña de Finanzas, San Pablo.

Mesquita M., y Toros M. (2010). *Management of the Central Bank in the panic of 2008.* In Garcia, y Giambiagi (Eds.), Risk and regulation: Why Brazil faced the crisis better and how it affected the world economy. Ed Campus.

Pereira J. (2011). *Regulation Issues in the Banking Industry.* Tesis de doctorado, Escola de Administracão de Empresas de São Paulo, Fundacão Getúlio Vargas (EAESP-FGV).

Rodriguez E., Takeda T., y Araújo A. (2004). *Qual o Impacto das Garantias Reais nas Taxas de Juros de Empréstimos Bancários no Brasil? Uma Breve Avaliação com Base nos Dados do SCR.* En Economia Bancária e Crédito-Avaliação de 5 Anos do Projeto Juros e spread Bancário. Disponible en portugués en http://www.bacen.gov.br/?SPREADG5ANO.

Silva F. (2009). *Inflacão e Privatizacão como Determinantes da Expansão do Sistema Bancário Brasileiro,* tesis de maestría, documento mimeografiado, PUC-Rio.

Tombini A. (2011). *Desafios e Perspectivas da Economia Brasileira.* Comissão de Assuntos Econômicos, Senado Federal. Septiembre de 2011. http://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/A_Tombini_CAE_27-09-2011.pdf.

Torres Filho E. T. (2007). *Direcionamento de crédito: o papel dos bancos de desenvolvimento e a experiência do BNDES.* En Mercado de Capitals e Bancos Públicos: Andlise e Experiências Comparadas, Armando Castelar Pinheiro y Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho editores, Contra Capa, Río de Janeiro.

La integración de México a la economía mundial y el reto chino

José Ernesto López Córdoba y Jaime Zabludovsky K.

J. Ernesto López Córdova es Economista Senior para México del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Jaime Zabludovsky K. es Presidente Ejecutivo del Consejo Mexicano de Bienes de Consumo (CONMEXICO) y Vicepresidente de IQOM Inteligencia Comercial SA (www.iqom.com.mx). Fue el Subjefe de la negociación del TLCAN y Embajador mexicano ante la Unión Europea y Jefe de la Negociación del Tratado de libre de comercio entre México y la UE.

A 17 años de su entrada en vigencia, el Tratado de Libre Comercio de América del Norte ha tenido un notable efecto sobre la economía mexicana en términos de incremento del comercio y de la inversión extranjera mientras el crecimiento de la economía permanece por debajo de lo esperado. En este artículo se analiza este proceso de apertura de la economía mexicana, los efectos sobre la misma de la incorporación de China a la OMC y el desafío que implica la reciente crisis internacional.

1. Introducción

El primero de enero de 1994 entró en vigor el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) entre México, EE.UU. y Canadá. El TLCAN representó para México un divisor de aguas en su política exterior y un cambio fundamental en la manera de insertarse en la economía mundial. Hasta la negociación del TLCAN, la vecindad con EE.UU. se percibía como un accidente geográfico y una fatalidad histórica. El discurso nacionalista de los gobiernos mexicanos posrevolucionarios y un modelo de desarrollo económico orientado al mercado interno, con elevadas barreras al comercio internacional y la inversión extranjera, se combinaron en una política exterior de enfrentamiento ideológico con la de EE.UU., privilegio a los foros multilaterales y al alineamiento político con el resto del mundo en desarrollo. La frase atribuida a Porfirio Diaz, *"Pobre de México, tan cerca de EE.UU. y tan lejos de Dios"*, captura este sentimiento de desconfianza y rechazo a la cercanía con el país más poderoso del mundo.

El TLCAN representó un giro de 180 grados. En la parte económica, coronó diez años de apertura unilateral iniciada por México después de la crisis económica de principios de los ochenta, y en el frente político significó un cambio cualitativo, al privilegiar la alineación de los intereses estratégicos de México con la integración económica con América del Norte.

A 17 años de la entrada en vigor del acuerdo, su impacto sobre la economía mexicana ha sido muy significativo. En estas casi dos décadas, el comercio exterior de México se ha multiplicado por cinco y los flujos de inversión extranjera, que antes del TLCAN eran de alrededor de 2.500 millones de dólares al año, hoy promedian 18.500. El tratado fue el ancla que permitió a México enfrentar la crisis de 1994 sin revertir el proceso de apertura y constituyó el imán para negociar otros 12 tratados de libre comercio con 43 países. Sin embargo, en los años de vigencia del TLCAN, la economía mexicana ha crecido, en promedio, 2,4 por ciento al año, una tasa claramente insuficiente para revertir el atraso secular de muchos sectores de la economía mexicana y abatir la pobreza de un número muy importante de mexicanos. Para algunos, este desempeño mediocre se debe, precisamente, a la ruptura de la cadena industrial propiciada por la apertura. Para otros, por el contrario, la baja tasa de crecimiento es producto de una reforma económica incompleta, que ha dejado sin resolver importantes cuellos de botella que asfixian a la economía mexicana y son un lastre para su crecimiento.

Un elemento que, en nuestra opinión, no ha recibido la importancia que merece, es la coincidencia de la apertura mexicana con la irrupción de China en la economía mundial, en particular a partir de la adhesión de este país a la Organización Mundial de Comercio (OMC) en 2001. El presente artículo se ocupa de este tema. En la segunda sección se analizan los primeros siete años de la integración norteamericana (1994-2001); en la tercera, se revisa la incorporación de China a la economía global (2002-2010) y su impacto sobre México; en el cuarto inciso se discuten las perspectivas de mediano y largo plazo de la integración mexicana; y, por último se presentan algunas conclusiones.

2. 1994-2001: primera fase de la integración norteamericana

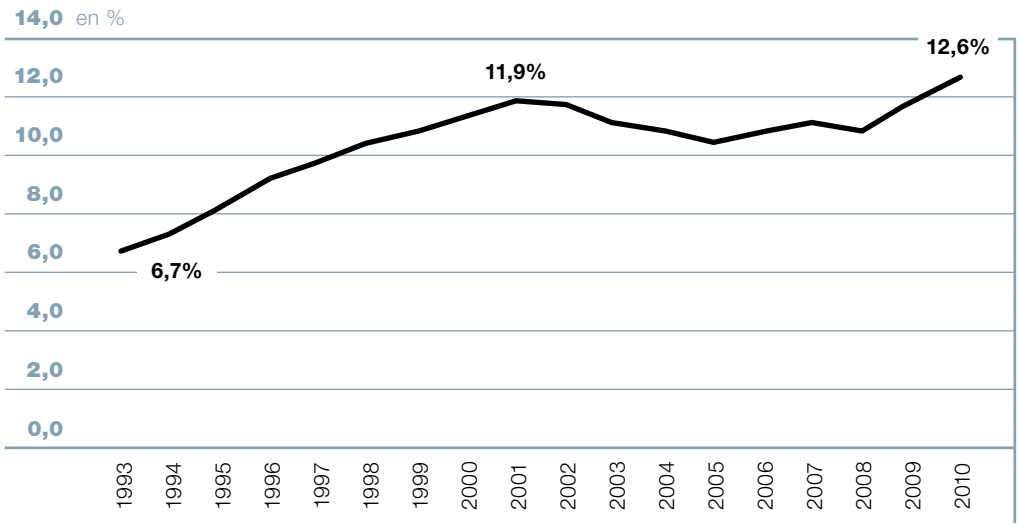
En su momento, el TLCAN fue el esfuerzo de integración económica más amplia y ambiciosa, con una población total de 381 millones de habitantes y un producto interno regional de casi 8 billones de dólares. El TLCAN fue pionero en la inclusión de importantes sectores y temas que, hasta entonces, habían sido excluidos de los esfuerzos de liberalizaciones multilaterales y regionales. La completa eliminación de las barreras arancelarias y no arancelarias al comercio de productos agrícolas (entre México y EE.UU., pues Canadá mantuvo algunas exclusiones que habían sido negociadas en su acuerdo bilateral con EE.UU.) y de los bienes de la industria textil y de la confección son dos ejemplos de vanguardia en la apertura del comercio de mercancías. El TLCAN fue también el primero en extender la liberalización a un grupo importante de servicios, en incluir principios muy ambiciosos de trato no discriminatorio a la inversión extranjera y en promover la participación externa en las licitaciones públicas, así como en establecer rigurosos mecanismos de solución de controversias entre estados y entre inversionistas y el estado receptor de la inversión.

Para México, en particular, el TLCAN significó un profundo cambio en su política económica. La completa eliminación de las barreras arancelarias y no arancelarias con el socio que representaba el 92 por ciento del comercio de México, expuso a la competencia internacional a prácticamente la totalidad de la producción nacional. La consolidación de esta apertura y del marco institucional de una economía de mercado, en un tratado internacional con el país más poderoso del mundo, dio permanencia y credibilidad a la reforma económica, que hubiesen sido muy difícil de obtener de otra

manera. Desde esta perspectiva, no es exagerado afirmar que el TLCAN representó uno de los primeros instrumentos de política económica de largo plazo en México y que, conjuntamente, con la autonomía constitucional del Banco de México establecida en abril de 1994, ha sido una contribución importante a la estabilidad económica del país, la reducción de la incertidumbre asociada con las inversiones en México y la extensión de los horizontes de planeación para los agentes económicos.

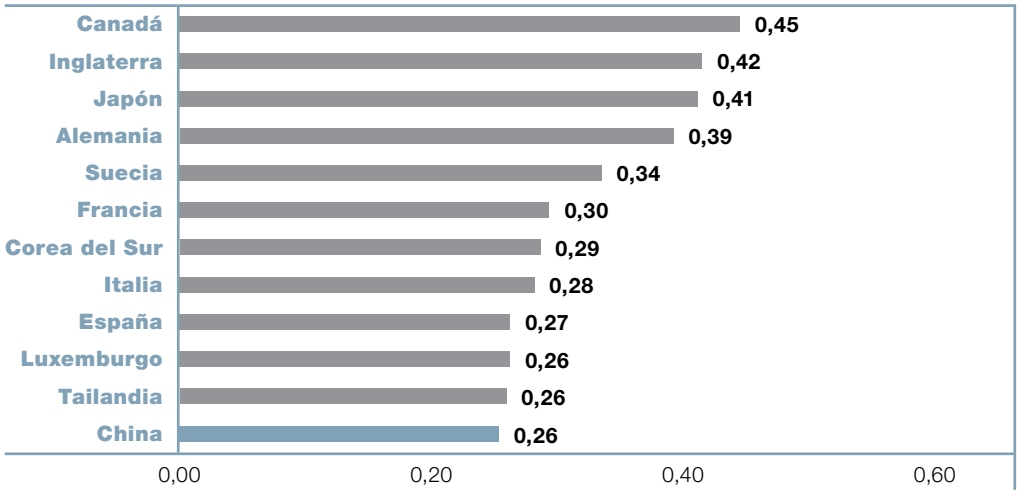
El TLCAN enfrentó su primera gran prueba a un año de su entrada en vigor. A finales de 1994 y principios de 1995, los desequilibrios macroeconómicos de la economía mexicana se tradujeron en una crisis financiera y de balanza de pagos sin precedente. Durante 1995, el producto interno bruto se contrajo 6 por ciento, la inflación alcanzó 35 por ciento y el tipo de cambio pasó de 3,10 pesos por dólar en diciembre de 1993 a 6,70 pesos por dólar en marzo de 1995, una depreciación superior al 100 por ciento. Sin embargo, la combinación de un estricto programa de ajuste macroeconómico, el apoyo financiero de la comunidad internacional, en particular el gobierno de EE.UU., y la apertura económica anclada en el TLCAN, permitieron superar la crisis relativamente rápido y retomar el crecimiento económico a un ritmo no visto en México desde mediados de los setenta: entre 1996 y 2001, el producto interno bruto mexicano creció a una tase de 4,3 por ciento al año en promedio.

Gráfico 1. Participación de México en las importaciones estadounidenses no petroleras



Fuente: USITC.

Gráfico 2. Índice de similitud de exportaciones de México en el mercado de EE.UU. (1993)



Fuente: Elaboración IQOM con datos de Naciones Unidas.

En estos años, uno de los motores más importantes de la economía mexicana fueron las exportaciones. Promovidas por un tipo de cambio real alto, resultado de la depreciación del peso de 1995, el acceso franco y certero al mercado norteamericano provisto por el TLCAN y el gran dinamismo de la economía de EE.UU. en el segundo período del presidente Clinton (1997-2001), las exportaciones mexicanas a este país crecieron 246 por ciento y pasaron de representar el 6,7 por ciento de las compras externas estadounidenses en 1993, año previo a la entrada en vigor del TLCAN, a 11,8 por ciento ocho años después *(Gráfico 1).*

En esos primeros años de TLCAN, la competencia mexicana en el mercado estadounidense estaba concentrada en países con salarios relativamente más altos que los mexicanos, lo que representó una fuente importante de competitividad para México. El *Gráfico 2* muestra el índice de similitud[1] de las exportaciones mexicanas en 1993. Como se puede observar, a la entrada en vigor del TLCAN, las exportaciones mexicanas al mercado estadounidense tenían un gran parecido con las de Canadá (45%); Inglaterra (42%), Japón (41%) y Alemania (39%). La combinación del acceso preferencial derivado del acuerdo, el tipo de cambio alto, la cercanía al mercado norteamericano y los relativamente menores salarios en México, se combinaron para impregnarle gran dinamismo a las exportaciones mexicanas, que jalaron al resto de la economía.

[1] Indica la similitud en la distribución de las exportaciones.
- Si ISE = 0, México y el país correspondiente no tienen productos de exportación en común.
- Si ISE = 1, las exportaciones de México y el país correspondiente son idénticas.

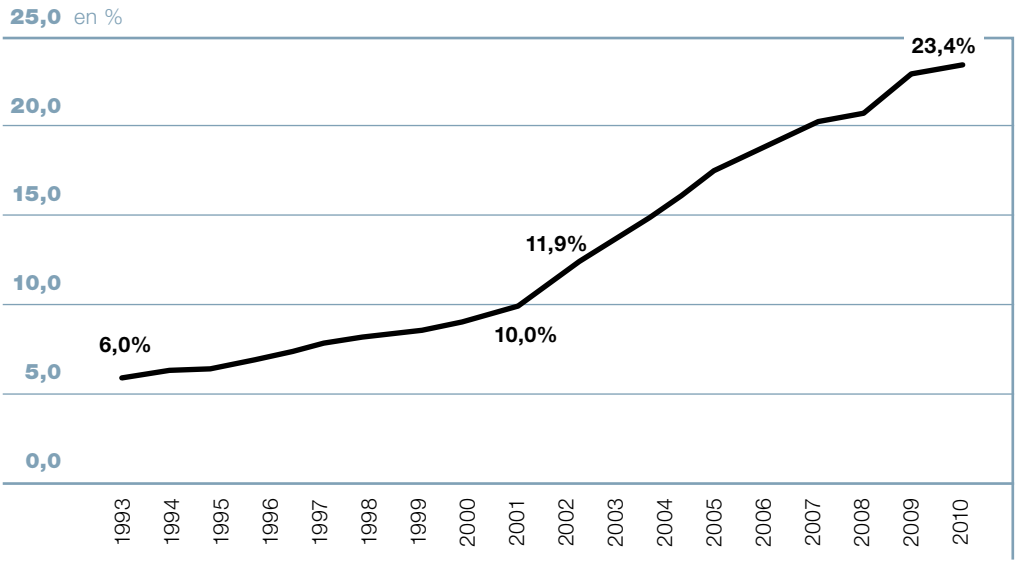
Con la irrupción de China en la economía mundial y, en particular, con su adhesión a la Organización Mundial de Comercio (OMC), la situación ventajosa de México cambiaría radicalmente.

3. 2002-2010: la irrupción de China en la economía mundial y la crisis financiera internacional

El proceso de transformación de la economía china iniciado a finales de los setenta se profundizó con la adhesión a la OMC en 2001. Su incorporación al sistema multilateral de comercio dio permanencia a las reformas unilaterales y acabó de tajo con la incertidumbre con respecto al acceso de sus productos a los mercados de los casi 150 miembros de la OMC. En el primer año de su pertenencia a la OMC, China expandió sus exportaciones globales 22 por ciento y en 29 por ciento las destinadas al mercado de EE.UU., para pasar del 10 por ciento del total en 2001 a casi 12 por ciento un año más tarde *(Gráfico 3).* La incursión de China en el mercado estadounidense representó un reto inmenso para los exportadores mexicanos que, de la noche a la mañana, se encontraron con competidores al otro lado del océano Pacífico con salarios mucho más bajos, y apoyados por una política pública orientada a lograr el crecimiento económico acelerado a través de la promoción de las exportaciones.

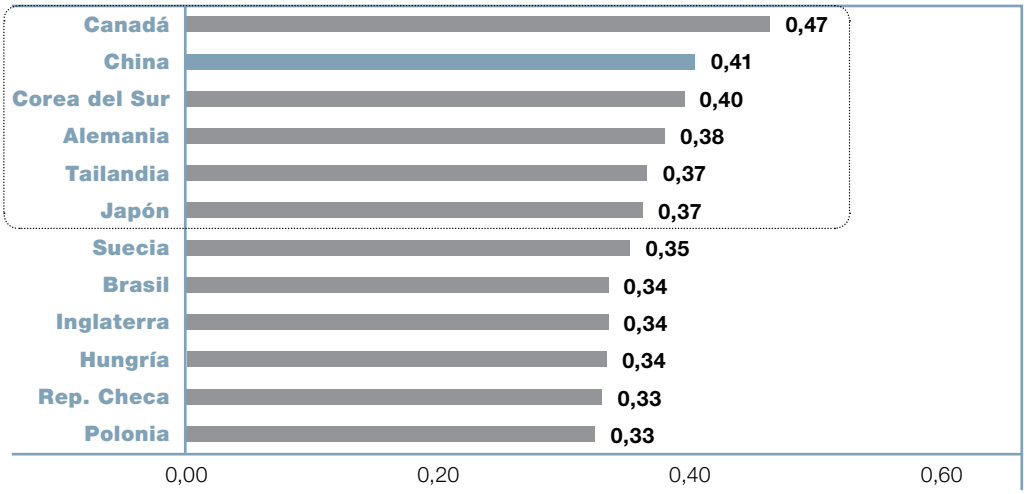
Una vez más, el índice de similitud de las exportaciones permite ver el dramático cambio que enfrentaron los exportadores mexicanos en el lapso de dos décadas. La coincidencia de las ventas mexicanas con las chinas en el mercado estadounidense, que era de sólo 26 por ciento en 1993 brincó a 41 por ciento en 2009 y China de ocupar el lugar doceavo pasó a ser el segundo proveedor de EE.UU., sólo después de Canadá, *(Gráfico 4).*

Gráfico 3. Participación de China en las importaciones estadounidenses no petroleras



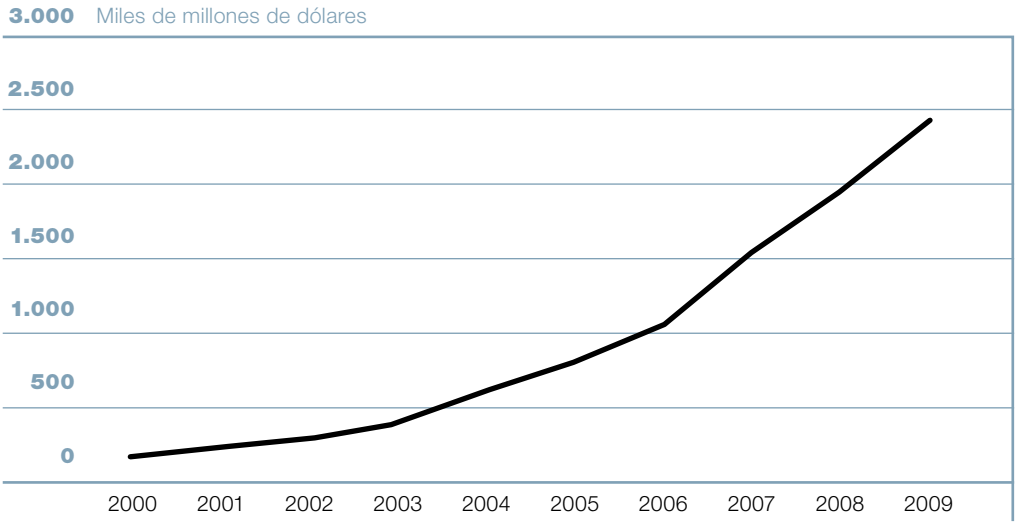
Fuente: USITC.

Gráfico 4. Índice de similitud de exportaciones de México en el mercado de EE.UU. (2009)



Fuente: Elaboración IQOM con datos de Naciones Unidas.

Gráfico 5. Reservas totales*, China



Fuente: Banco Mundial.

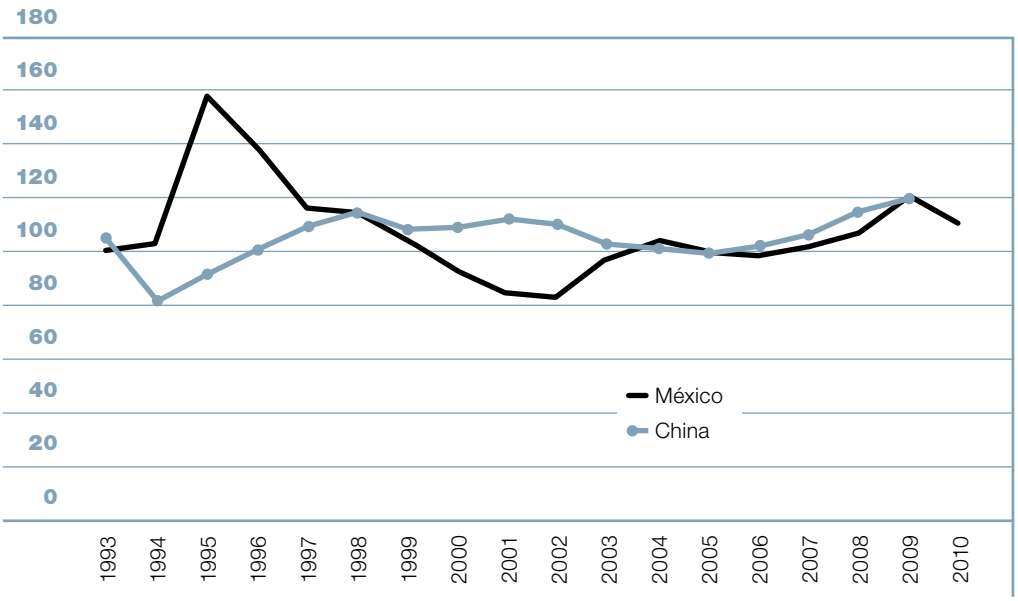
*No incluye oro.

La presión de China como competidor internacional de México se dio no sólo por el surgimiento de un gran proveedor de los mismos productos ofrecidos por los mexicanos, sino también por los desequilibrios macroeconómicos entre China y EE.UU. Ambos factores se combinaron para que el entorno fuese particularmente desfavorable para los productores mexicanos.

a. El desequilibrio macroeconómico internacional y su impacto sobre las exportaciones mexicanas

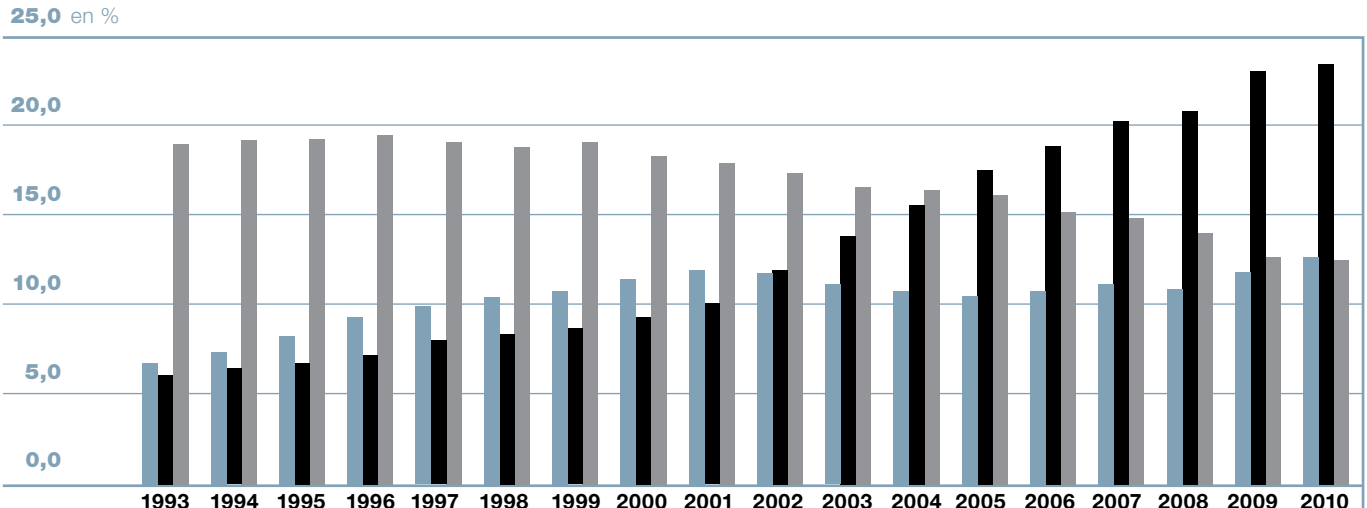
Entre 1999 y 2006 el déficit en cuenta corriente de EE.UU. como porcentaje del PIB se duplicó al pasar de 3 a 6 por ciento. En condiciones normales, hubiera sido muy difícil de financiar este déficit y, seguramente, se hubiese traducido en fuertes presiones devaluatorias sobre el dólar estadounidense. Sin embargo, el surgimiento de

Gráfico 6. Evolución del índice de tipo de cambio real



Fuente: Banco Mundial y Banco de México.

Gráfico 7. Importaciones no petroleras, EE.UU.



	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
México	6,7	7,3	8,2	9,2	9,8	10,4	10,8	11,4	11,9	11,7	11,1	10,8	10,4	10,8	11,1	10,8	11,8	12,6
China	6,0	6,3	6,6	7,1	7,8	8,3	8,6	9,2	10,0	11,9	13,8	15,5	17,5	18,8	21,1	20,8	23,0	23,4
Canadá	18,9	19,1	19,2	19,5	19,0	18,7	19,1	18,3	17,9	17,3	16,6	16,4	16,0	15,1	14,7	13,9	12,5	12,4

Fuente: USITC.

China como un actor crecientemente importante en la arena internacional, implicó también la aparición de un gran demandante de dólares. Para evitar la apreciación del renminbi, derivado de su gran crecimiento exportador y del fuerte influjo de inversión extranjera directa, el gobierno chino recurrió a compras masivas de títulos del Tesoro estadounidense. Entre 2000 y 2009, las reservas internacionales del Banco Central chino pasaron de 168 a 2.416 miles de millones de dólares *(Gráfico 5).*

Para los exportadores mexicanos el resultado de todo esto fue una competencia creciente con las exportaciones de un país con una gran oferta laboral y un tipo de cambio subvaluado. Entre 2000 y 2009, las exportaciones chinas pasaron de representar el 9 por ciento de las compras externas de EE.UU. a ser el 23 por ciento. En ese mismo período, las exportaciones mexicanas que habían visto casi duplicar su participación en los primeros siete años del TLCAN, se estancaron en alrededor de 11 por ciento *(Gráfico 7).*

Como también se puede apreciar en el mismo Gráfico, la aparición de China en la escena internacional ha tenido un profundo impacto sobre la dinámica de la integración comercial en América del Norte. Mientras que entre 1993 y 1999, la participación de la provisión norteamericana (México más Canadá) de EE.UU. pasó del 25,6 al 29,9 por ciento, a partir del año 2000 se inicia un marcado declive de la participación canadiense durante toda la década, y un estancamiento de la mexicana durante los primeros años del nuevo siglo, seguido de un repunte a partir de la crisis de 2008. Así, en estos dieciocho años, la participación canadiense pasó del 18,9 por ciento en 1999 al 12,4 por ciento en 2010, año en el que México sobrepasó a Canadá, para convertirse en el segundo proveedor de EE.UU. de productos no petroleros, sólo detrás de China.

b. La crisis económica internacional y su impacto sobre la economía mexicana

En este marco estalló la crisis financiera internacional de 2008-2009. El efecto de la contracción económica mundial se hizo sentir en la economía mexicana a través de los que, hasta ese momento, habían constituido los principales motores del crecimiento: las exportaciones; las remesas; el turismo y la inversión extranjera directa. En 2009 estas cuatro fuentes de divisas se contrajeron 21 y 15 por ciento en el período 2008-2009 y 11 y 23 por ciento entre 2008 y 2010 *(Cuadro 1).*

Aunque la política macroeconómica mexicana fue manejada con prudencia y oportunidad, e incluso se expandió el gasto público contracíclicamente, la transmisión de la contracción externa a través de los componentes de la balanza de pagos mexicana resultó en una caída del PIB de 6,1 por ciento, la más seria de todas las economías, con excepción de la japonesa *(Cuadro 2).* Así, el sector externo de la economía que había sido el propulsor del crecimiento económico a partir de la entrada en vigor del TLCAN se convirtió en la principal fuente de contagio.

Cuadro 1. Sector externo mexicano. Millones de dólares

Fuente	2008	2009	2010	Crec. 08-09	Crec. 09-10	Crec. 08-10
Exportaciones	291.343	229.783	298.361	-21%	30%	2%
Remesas	25.137	21.245	21.271	-15%	0%	-15%
Turismo	13.289	11.275	11.872	-15%	5%	-11%
Inversión Extranjera Directa	23.170	15.206	17.726	-34%	17%	-23%

Fuente: Banco de México.

Cuadro 2. Crecimiento PIB. (%)

	2009	2010
China	9,2	10,3
India	5,7	9,7
Brasil	-0,6	7,5
Canadá	-2,5	2,9
EE,UU,	-2,6	2,8
España	-3,7	-0,2
Alemania	-4,7	3,6
México	**-6,1**	**5,2**
Japón	-6,3	4,3

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

4. 2011: el futuro de la integración norteamericana en un mundo postcrisis

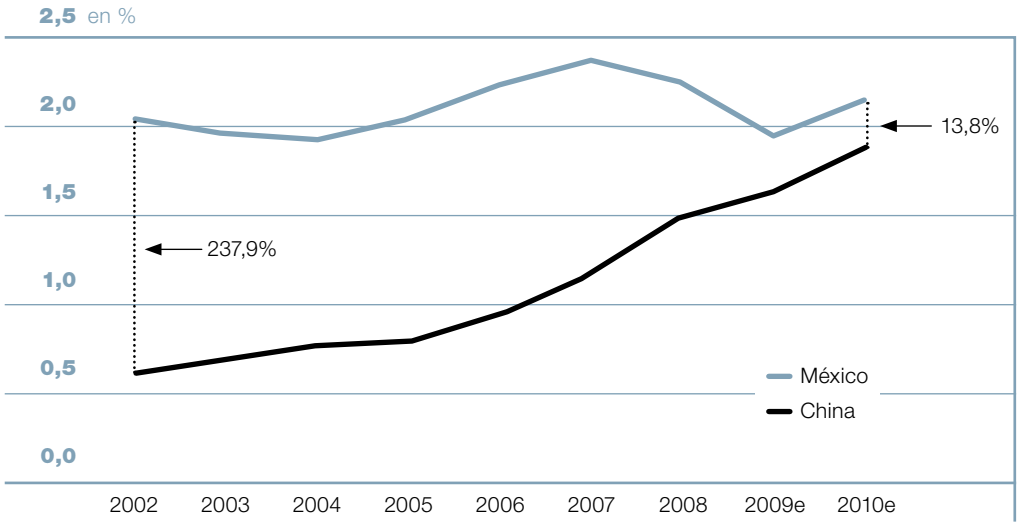
Después de la profunda contracción de 2008-2009, la economía mundial se recuperó con notable rapidez y dinamismo. En 2010, el PIB mundial aumentó 4,2 por ciento y el comercio internacional lo hizo 21,3 por ciento. En México también se dio una importante recuperación. En 2010 el PIB aumentó 5,2 por ciento y las exportaciones no petroleras fueron la principal causa de este crecimiento, con un aumento de 29,1 por ciento. De una manera muy especial, las ventas de productos mexicanos al mercado de EE.UU. recuperaron terreno en 2010. De hecho, ese año México fue el proveedor estadounidense más dinámico, lo que permitió aumentar la participación en el total de las compras externas no petroleras casi en dos puntos porcentuales, de 10,8 en 2008 a 12,6 dos años después.

Así, el sector externo de la economía mexicana recuperó su rol de locomotora del resto de la economía. El renovado dinamismo de las ventas externas ha sido el resultado de la interacción de varios factores que han aumentado la competitividad relativa de México con respecto a otros países, incluyendo China.

En primer lugar, están las presiones de costos que ha venido enfrentando la economía asiática. Como se puede observar en el *Gráfico 8,* el diferencial de salarios entre México y China que era de 237,9 por ciento en 2002, se ha venido reduciendo para ser ahora de 13,8 por ciento únicamente y mientras que las monedas de China y otros países se han apreciado en términos reales. Adicionalmente, los elevados precios de los energéticos le han dado un atractivo adicional a la cercanía de México al mayor mercado del mundo como se puede apreciar en el *Gráfico 9* que compara el costo promedio de transportar un contenedor de 40 pies desde China y México a EE.UU. con diferentes supuestos del precio internacional del petróleo.

Finalmente, en EE.UU. el entorno macroeconómico débil ha favorecido la relocalización de plantas y operaciones hacia México con el fin de reducir costos, sin perder la ventaja logística de la cercanía.

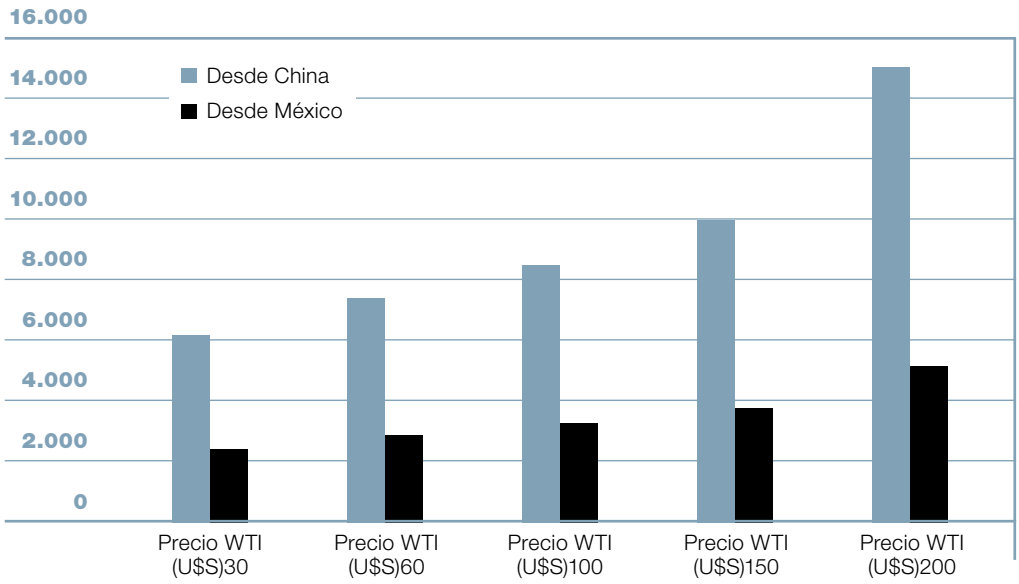
Gráfico 8. Salarios de la industria manufacturera



Fuente: Organización Internacional del Trabajo.

Gráfico 9. Costos de transporte

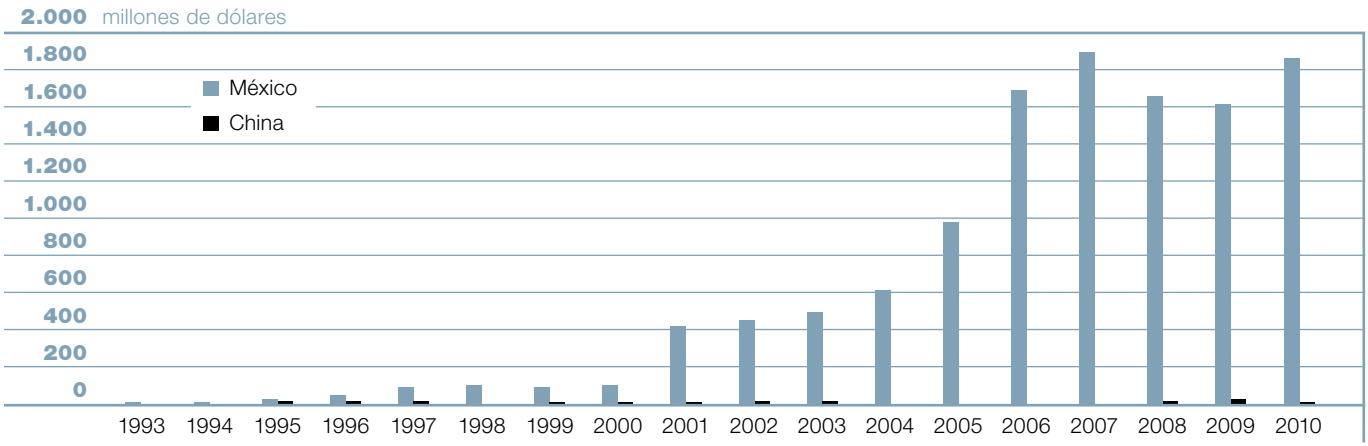
Costo promedio en dólares de un contenedor de 40 pies East Coast



Fuente: "Will Soaring Transport Costs Reverse Globalization?" CIBC World Markets Inc.

Gráfico 10. Importaciones estadounidenses. Sectores competitivos

Refrigeradores con congelador, capacidad > 382 litros y puertas externas separables

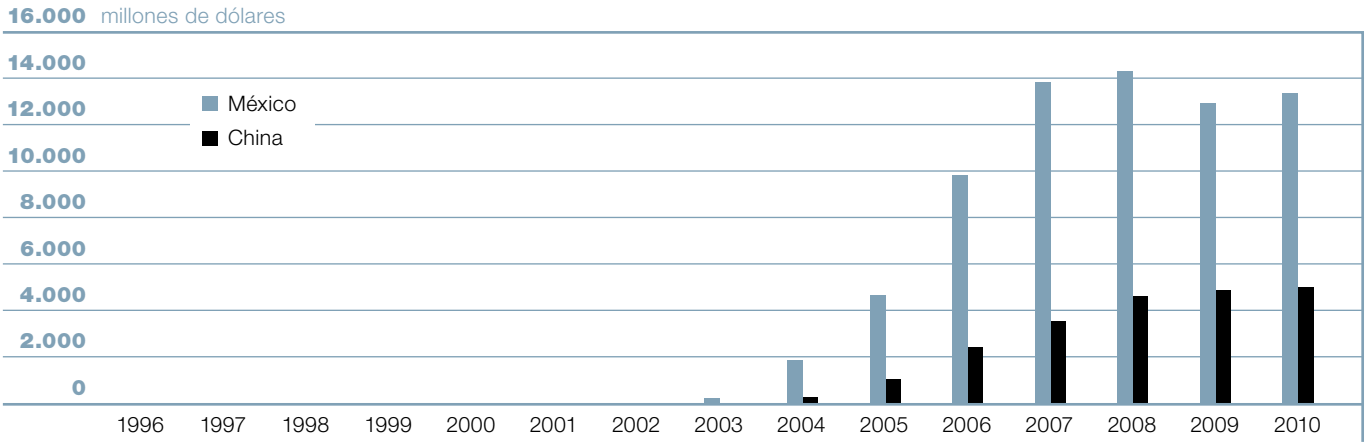


Nota: la información corresponde a productos clasificados en 8418.10.00.40 y 8418.10.00.90.

Fuente: USITC.

Gráfico 11. Importaciones estadounidenses. Sectores competitivos

Pantallas planas mayores a 34,29 cm

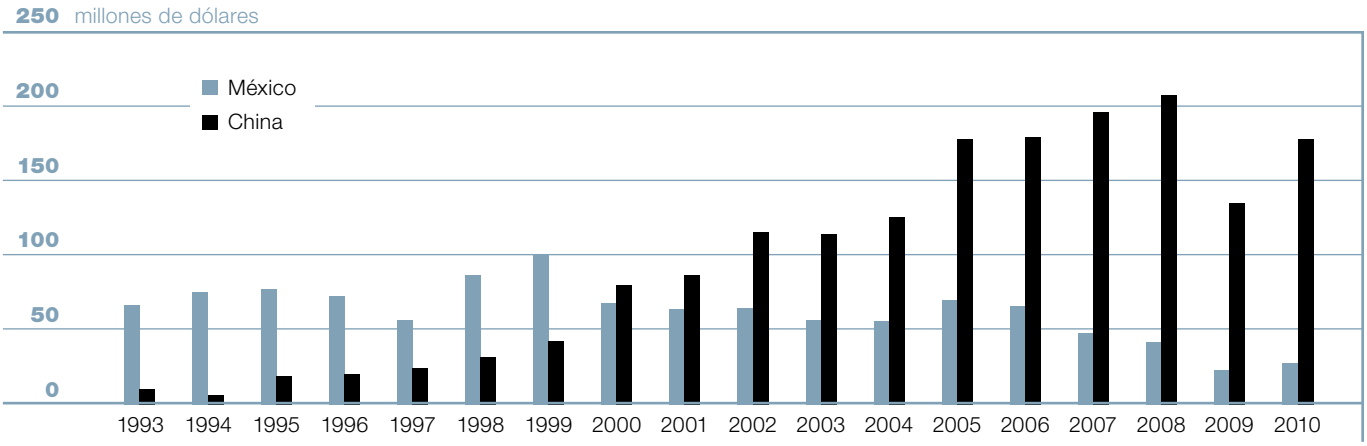


Nota: la información corresponde a productos clasificados en 8528.12.64 y 8528.12.72. Para 2007, 2008 y 2009: 8528.72.64 y 8528.72.72.

Fuente: USITC.

Gráfico 12. Importaciones estadounidenses. Sectores menos competitivos

Frigobares con capacidad menor a 184 litros

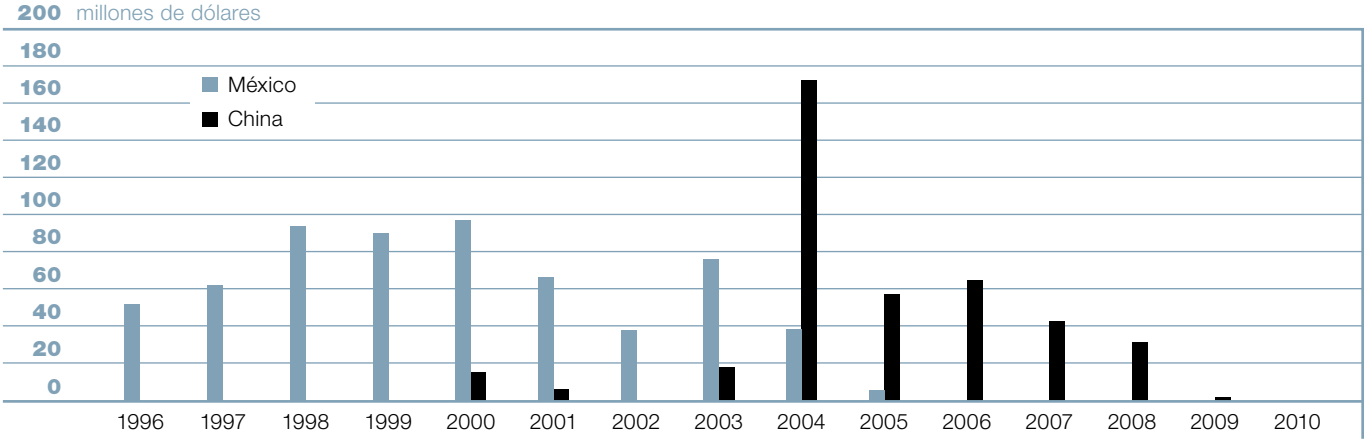


Nota: datos correspondientes a la fracción 8418.21.00.10.

Fuente: USITC.

Gráfico 13. Importaciones estadounidenses. Sectores menos competitivos

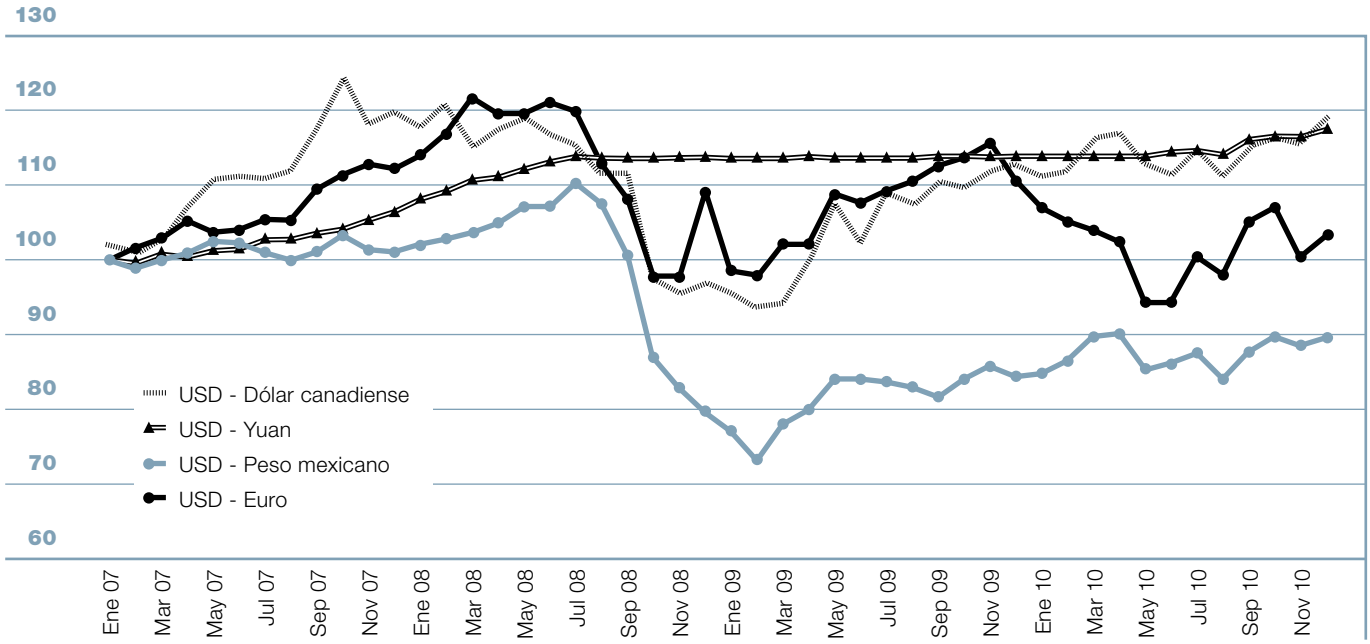
Televisores con videocasetera o DVD incluído



Nota: datos correspondientes a las fracciones 8528.12.28 y 8528.12.36. Para 2007, 2008 y 2009: 8528.72.28 y 8528.72.36.

Fuente: USITC.

Gráfico 14. Índice de tipos de cambio



La ventaja de los exportadores mexicanos se ha concentrado de manera especial en la producción de manufacturas en las cuales el costo de logística juega un papel importante. Como se puede apreciar en los ejemplos de los *Gráficos 10 y 11,* en productos como refrigeradores con congelador de capacidad superior a los 382 litros, y pantallas planas mayores a 34,29 centímetros, la ventaja de México sobre China es muy importante, mientras que en otras manufacturas, como, frigobares con capacidad inferior a 184 litros o televisores con videocasetera o DVD incluido *(Gráficos 12 y 13),* productos para las cuales la cercanía al mercado de EE.UU. no es tan relevante, la competitividad de China se mantiene.

Este comportamiento de las exportaciones mexicanas es alentador. Sin embargo, también es claro que si en el pasado el sector externo por sí sólo fue incapaz de jalar a toda la economía mexicana para alcanzar tasas de crecimiento más elevadas, en el entorno internacional que se vislumbra será todavía más difícil que lo logre. Por ello, ahora más que nunca es indispensable realizar las reformas estructurales pendientes que permitan a México promover otras fuentes de crecimiento que acompañen y complementen al sector exportador del país.

El mercado laboral, el estado y la dinámica de la desigualdad en América Latina: la Argentina, Brasil y México

Nora Lustig y Luis Felipe López-Calva

En los últimos 25 años la distribución del ingreso en América Latina atravesó una primera fase de empeora miento (que se extendió desde inicios de los 80 hasta fines de los 90) seguida por una etapa de mejora que continúa hasta nuestros días. Este artículo se focaliza en esta segunda fase y en los efectos que tanto las fuerzas del mercado como las políticas públicas tuvieron en pos de la reducción de la desigualdad en la Argentina, Brasil y México.

Nora Lustig es profesora *Samuel Z. Stone* de Economía Latinoamericana en Tulane University (nlustig@tulane.edu) y *Nonresident Fellow del Center for Global Development and the Inter-American Dialogue*

Luis Felipe López-Calva (lflopezcalva@worldbank.org) es Economista Líder en la Unidad de Pobreza, PREM-América Latina y el Caribe, del Banco Mundial.

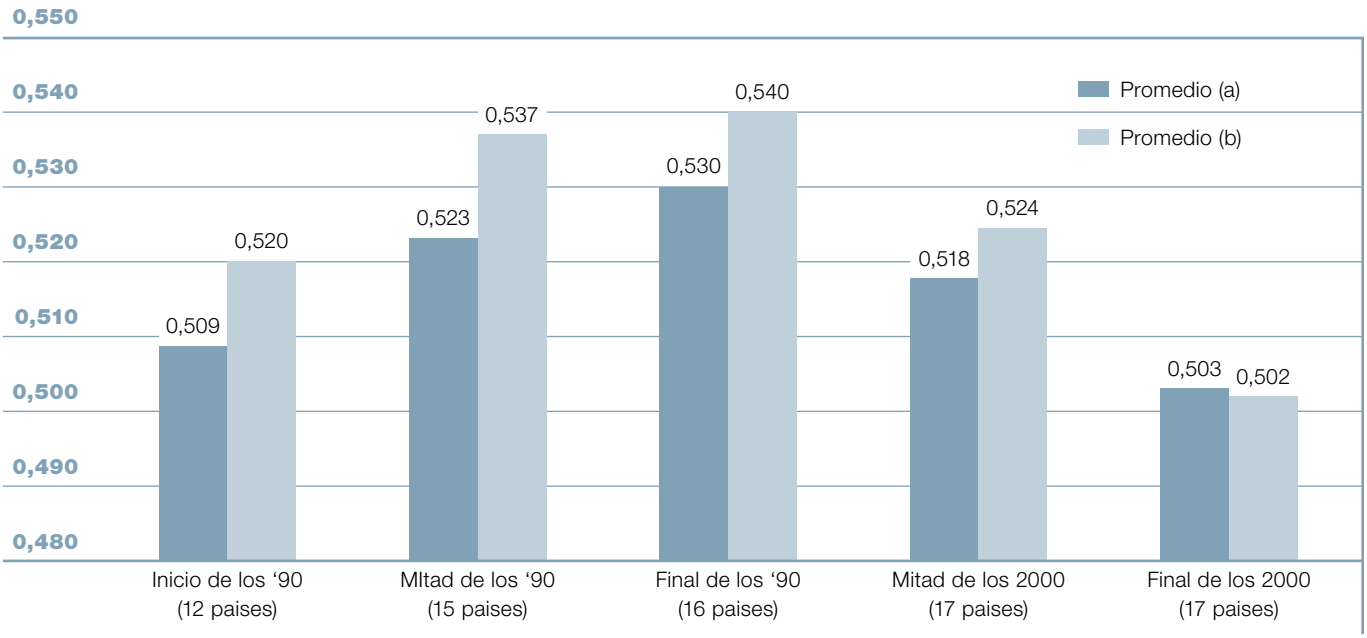
Los autores agradecen a Juan Carlos Monterrey su excelente labor como asistente de investigación.

1. Introducción

En los últimos veinticinco años, la distribución del ingreso en América Latina –la región más desigual del mundo– presentó dos claras tendencias. Durante el período comprendido por la llamada *década perdida* de los ochenta y los primeros años de la década siguiente, la desigualdad aumentó en la mayoría de los países para los que existen datos comparables.[1] A partir del final de los noventa y principio de la década de los 2000, sin embargo, la desigualdad disminuyó de manera generalizada *(Gráfico 1).* Entre 2000 y 2009, la desigualdad se redujo en 13 de los 17 países para los que se disponen de datos comparables en América Latina a un ritmo promedio cercano al 1 por ciento anual mientras en otras regiones aumentó *(Gráfico 2).* ¿Por qué se redujo la desigualdad? ¿Qué tan importantes han sido las fuerzas del mercado y las acciones del Estado? Este artículo aborda estas preguntas para los casos de la Argentina, Brasil y México, mismos que formaron parte del proyecto de PNUD "Mercados, el Estado y la dinámica de la desigualdad en América Latina", coordinado por los autores. (López-Calva y Lustig, 2010)

[1] Ver, por ejemplo, Altimir (2008) y Londoño y Szekely (2000). Como se muestra en la siguiente sección, en la década de los ochenta sólo se contaba con datos nacionales para seis de los países, mientras que en los siete restantes los datos disponibles cubrían únicamente las zonas urbanas (y en algunos casos sólo las grandes metrópolis).

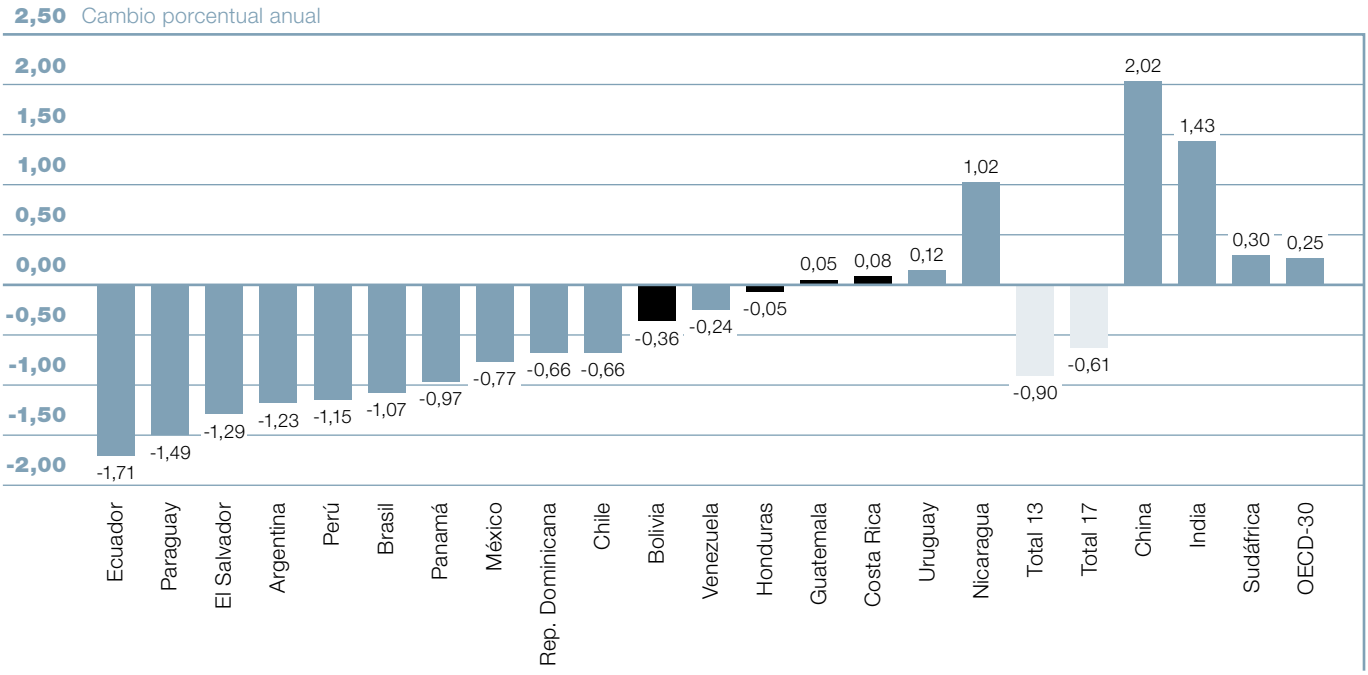
Gráfico 1. Desigualdad en América Latina, 1990s-2000s. Coeficiente de Gini



Fuente: Lustig *et al.* (2011), Gráfico 2

Nota: Promedios no ponderados. (a) Promedio para todos los países; (b) Promedio para los países en los que disminuyó la desigualdad entre c.2000 y c.2009 (13 países)

Gráfico 2. Disminución de la desigualdad en América Latina por país, 2000-2009. Cambio porcentual anual en el índice de Gini



Fuente: Lustig *et al.* (2011), Gráfico 3

Nota: Las barras sólidas representan cambios estadísticamente significativos con base en datos de SEDLAC. Los datos para la Argentina y Uruguay corresponden a áreas urbanas. En Uruguay, las áreas urbanas cubiertas por la encuesta representan 80 por ciento del total de la población; en la Argentina, éstas representan 66 por ciento. El cambio promedio en el Gini para cada país es calculado como el cambio porcentual entre el año final y el inicial dividido entre el número de años; el promedio total es el promedio simple de los cambios por país (13 países en los que la desigualdad disminuyó). Los años utilizados para estimar el cambio porcentual son los siguientes: Argentina (2009-00), Bolivia (2007-01), Brasil (2009-01), Chile (2009-00), Costa Rica (2009-01), Rep. Dominicana (2009-00), Ecuador (2009-03), El Salvador (2008-00), Guatemala (2006-00), Honduras (2009-01), México (2008-00), Nicaragua (2005-01), Panamá (2009-01), Paraguay (2009-02), Perú (2009-01), Uruguay (2009-00), y Venezuela (2006-00). Utilizando el método de *bootstrap,* con un nivel de significancia del 95 por ciento, los cambios resultaron no significativos estadísticamente para los siguientes países: Bolivia, Costa Rica, Guatemala, y Honduras (representados por barras negras en el gráfico). Los años utilizados en los países no latinoamericanos son: China (1993-Mitad de los 00s), India (1993-Mitad de los 00s), Sudáfrica (1993-08), y OECD-30 (Mitad de los 80s-Mitad de los 00s).

2. Argentina[2]

La Argentina es un país bien conocido por su extensa clase media. Sin embargo, el país experimentó un aumento significativo de la desigualdad de ingresos durante los últimos treinta años. El coeficiente de Gini de la distribución de los ingresos per cápita del hogar en la región de Gran Buenos Aires (GBA) incrementó de 0,345 en 1974 a 0,474 en 2006. Si bien la desigualdad ha aumentado durante este período, es importante señalar que en la década de los 2000 se observó una reducción de la misma. El *Gráfico 3* muestra las tendencias de la desigualdad en la región metropolitana de GBA.[3]

El coeficiente de Gini del ingreso familiar per cápita en las zonas urbanas aumentó de 0,45 en 1992 a 0,505 en 2000. Este período se caracterizó por una relativa estabilidad macroeconómica, un tipo de cambio fijo y profundas reformas estructurales que produjeron una economía más abierta y flexible con instituciones laborales más débiles. Gasparini y Cruces (2009) aplican una descomposición paramétrica y encuentran que los trabajadores no calificados perdieron terreno tanto en términos de salarios por hora y horas de trabajo durante la década de 1990. De acuerdo a Gasparini y Cruces (2009), estos cambios tuvieron un papel muy importante en la configuración de la distribución de los salarios por hora, las ganancias y el ingreso de los hogares. ¿Que había detrás del aumento significativo de la brecha entre trabajadores calificados y no calificados durante los años noventa? Existe evidencia de que tanto la reasignación sectorial de la producción, el empleo y los cambios en la composición de habilidades dentro de los sectores favorecieron a los trabajadores calificados, especialmente aquellos con títulos universitario. Varios estudios sugieren que, si bien el efecto directo de la liberalización del comercio en la desigualdad salarial fue pequeño, el efecto indirecto de la liberalización comercial y la cuenta de capital a través de su impacto en la adopción de nuevas tecnologías de producción intensivas en el uso de mano de obra calificada podría haber sido sustancial.[4] Los cambios tecnológicos y organizativos relacionados con la apertura económica implicaron un rápido descenso en la demanda de trabajadores no calificados y semicalificados los cuales, en la ausencia de programas compensatorios de protección social y la debilidad de las instituciones laborales, sufrieron una caída en sus niveles de vida.[5]

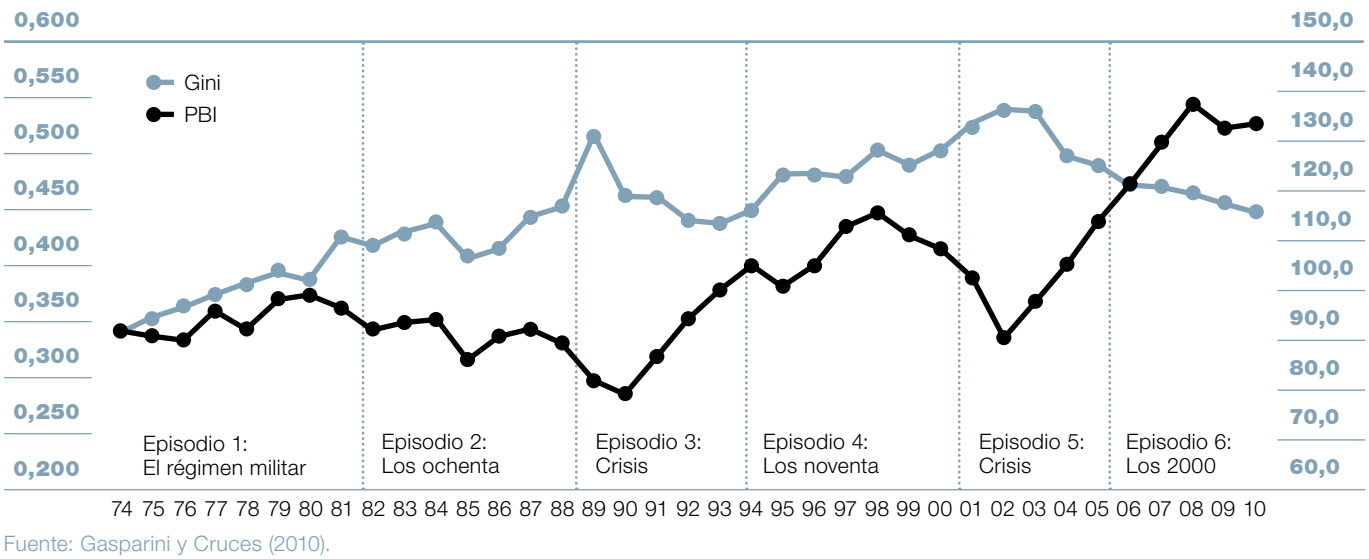
[2] La mayor parte de la sección sobre la Argentina se nutre de Gasparini y Cruces (2010). Los datos para los indicadores de desigualdad y pobreza provienen de la principal encuesta oficial de hogares de la Argentina (Encuesta Permanente de Hogares, EPH), la cual cubre las principales áreas urbanas del país.

[3] Beccaria y Carciofi (1995) y Altimir y Beccaria (2001) documentan la desigualdad de ingresos en la Argentina, ambos presentan patrones similares. La evolución de la desigualdad en las áreas urbanas de la Argentina –que se pueden rastrear desde principios de 1990– es similar a la de la zona de GBA.

[4] Véase Galiani y Sanguinetti (2003), Acosta y Gasparini (2007) y Galiani y Porto (2010) para datos sobre la Argentina y de Hoyos y Lustig (2009) para una amplia encuesta.

[5] Aunque el gobierno había creado el *Plan Trabajar,* un programa de empleo, la escala a la que operaba era muy pequeña para hacer una diferencia notable.

Gráfico 3. La desigualdad en la Argentina. Coeficiente de Gini, la distribución de los ingresos per cápita del hogar en GBA.
Índices, media 74-06=100



Fuente: Gasparini y Cruces (2010).

Aunque el desempleo aumentó considerablemente en la década de 1990, impulsado principalmente por un incremento en la participación laboral de las mujeres y grupos más jóvenes, su contribución directa al aumento de la desigualdad en general es mas bien pequeña. El desempleo, sin embargo, pudo haber afectado la desigualdad debido a su efecto indirecto (descendente) en los salarios. Algunos autores han enfatizado el papel desempeñado por los ajustes macroeconómicos y la consiguiente reducción en la demanda agregada de trabajo como argumentos centrales para explicar el aumento de la desigualdad en la década de 1990.[6] Ellos destacan el *credencialismo,* el proceso mediante el cual las actividades económicas tradicionalmente llevadas a cabo por trabajadores semicalificados son cada vez más realizadas por trabajadores especializados. Esta degradación de la estructura del empleo pudo haber reducido los ingresos de los trabajadores no calificados que luego se convirtieron en desempleados o fueron obligados a trabajar por menos horas.

[6] Véase Altimir y Beccaria (2001), Groisman y Marshall (2005) y Maurizio (2001).

El mercado de trabajo argentino se ha caracterizado por la presencia de fuertes sindicatos que juegan un papel significativo en la conformación de la perspectiva social, económica y política del país. La disminución de la actividad sindical en la década de 1990 coincidió con un período de aumento de la desigualdad salarial, pero desafortunadamente hay muy poca evidencia empírica sobre los factores que explican esta correlación, principalmente debido a las limitaciones de los datos.

Como se mencionó anteriormente, a raíz de la crisis de 2002 y después de experimentar un aumento significativo, la desigualdad del ingreso se redujo: el coeficiente de Gini pasó de 0,533 en 2002 a 0,474 en 2006 y a 0,450 en 2009. Este período se caracterizó por un alto crecimiento del PIB y una fuerte caída en la tasa de desempleo de más del 20 al 8 por ciento. Gasparini y Cruces (2010) argumentan que la reducción de la desigualdad podría ser explicada por la generación de empleos asociada a la recuperación económica, el cambio en favor de los sectores con mano de obra de poca especialización como consecuencia de la devaluación del 2002, la recuperación de los salarios reales que siguió a la devaluación del peso, una creciente relevancia de las instituciones laborares (sindicatos, la negociación colectiva, salarios mínimos), la disminución del efecto del cambio tecnológico sobre la demanda de mano de obra calificada y un aumento significativo del gasto social, particularmente debido a la implementación de extensos programas de transferencias monetarias como el *Programa Jefes y Jefas de Hogar,* en 2002 y, posteriormente, la moratoria previsional y la *Asignación Universal por Hijo.*

3. Brasil[7]

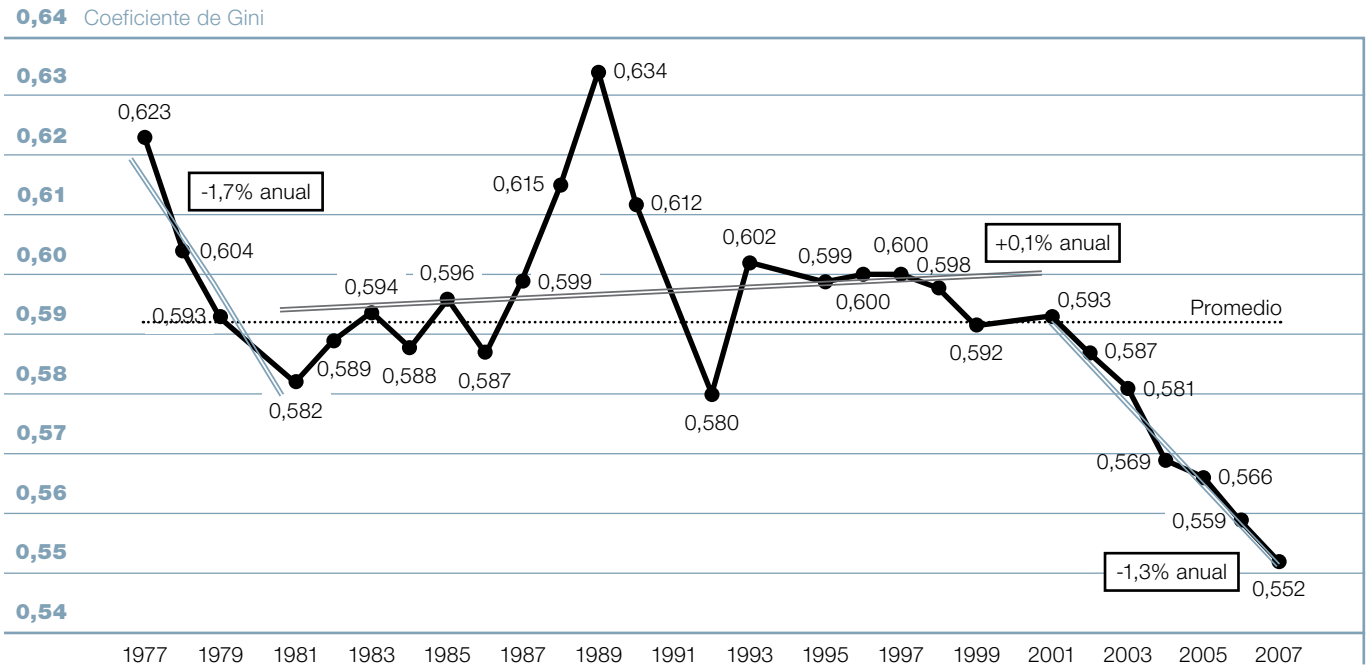
[7] Esta sección está basada en Barros, de Carvalho, Franco y Mendonça (2009; 2010).

Después de presentar pocas variaciones durante años, el coeficiente de Gini de Brasil ha disminuido casi sostenidamente desde 1998. El descenso más pronunciado ocurrió después de 2000, cuando el coeficiente disminuyó en 4,1 puntos porcentuales de 0,593 en 2001 a 0,552 en 2007, un ritmo anual de 1,3 por ciento[8] *(Gráfico 4).* La incidencia de pobreza y pobreza extrema también se redujo durante el mismo período (a un ritmo de 2,5 por ciento anual) a pesar del modesto crecimiento del PIB[9] *(Cuadro 1).*

[8] La disminución de la desigualdad en el ingreso en Brasil satisface la prueba de *dominancia de Lorenz* y es estadísticamente significativa. Barros *et al.* (2009).

[9] Barros *et al.* (2009).

Gráfico 4. Brasil: Evolución del coeficiente de Gini del ingreso per cápita del hogar



Fuente: Barros *et al.* (2009), con base en Pesquisa Nacional por Amostra de Domicilios (PNAD), 1977-2007

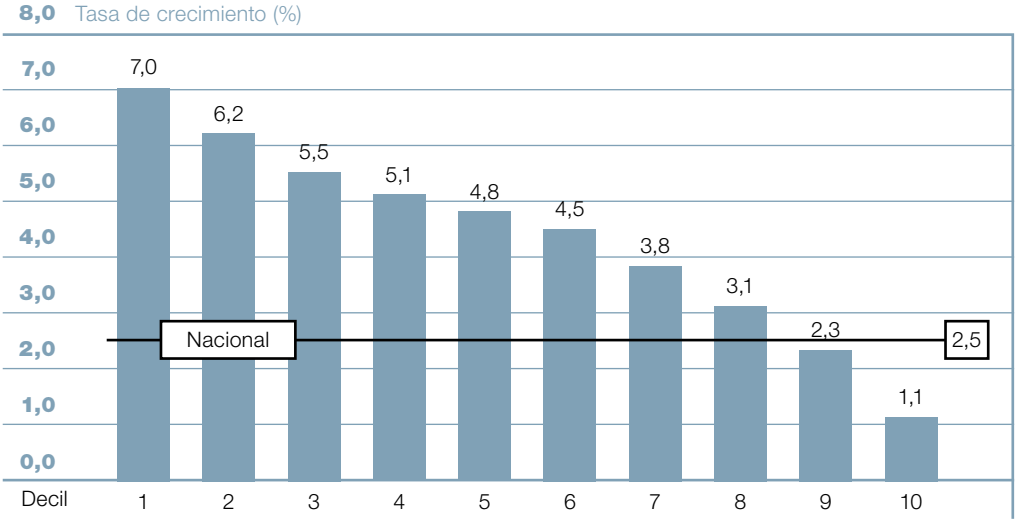
Cuadro 1. Brasil: Incidencia de pobreza y pobreza extrema, 2001-2007

Indicador	2001	2007	Variación (%) 2001-2007
Pobreza[1]			
Incidencia	39	28	-28
Brecha[2]	18	12	-34
Severidad[2]	11	7	-37
Pobreza extrema[1]			
Incidencia	17	10	-42
Brecha[2]	7	4	-40
Severidad[2]	5	3	-37

Fuente: Barros *et al.* (2009) con base en la Pesquisa Nacional por Amostra de Domicilios (PNAD), 2001-2007.

Notas: 1 Estimaciones realizadas utilizando las líneas regionales de pobreza. La línea de pobreza nacional promedio es igual a R$175 por mes, y la línea de pobreza extrema nacional promedio es igual a R$88 por mes. 2 La brecha de pobreza y la severidad se expresan como múltiplos de la línea de pobreza.

Gráfico 5. Brasil: Tasa de crecimiento anual del ingreso per cápita por decil, 2001-2007



Fuente: Barros *et al.* (2009) con base en la Pesquisa Nacional por Amostra de Domicilios (PNAD), 1977-2007.

Con base en las tendencias observadas en pobreza y la desigualdad, el patrón de crecimiento de Brasil se podría definir como *pro-pobres;* es decir, el crecimiento del ingreso de los individuos en pobreza ha sido superior al crecimiento del ingreso de aquellos ubicados en la parte alta de la distribución. En efecto, de 2001 a 2007, el ingreso per cápita del 10 por ciento más pobre de la población creció a un ritmo anual de 7 por ciento –una tasa de crecimiento casi tres veces el promedio nacional (2,5 por ciento)– mientras que el ingreso del 10 por ciento más rico creció sólo 1,1 por ciento *(Gráfico 5).* Estos resultados apoyan la noción de que alrededor de dos tercios de la disminución de la pobreza extrema pueden ser atribuidos a la reducción de la desigualdad.

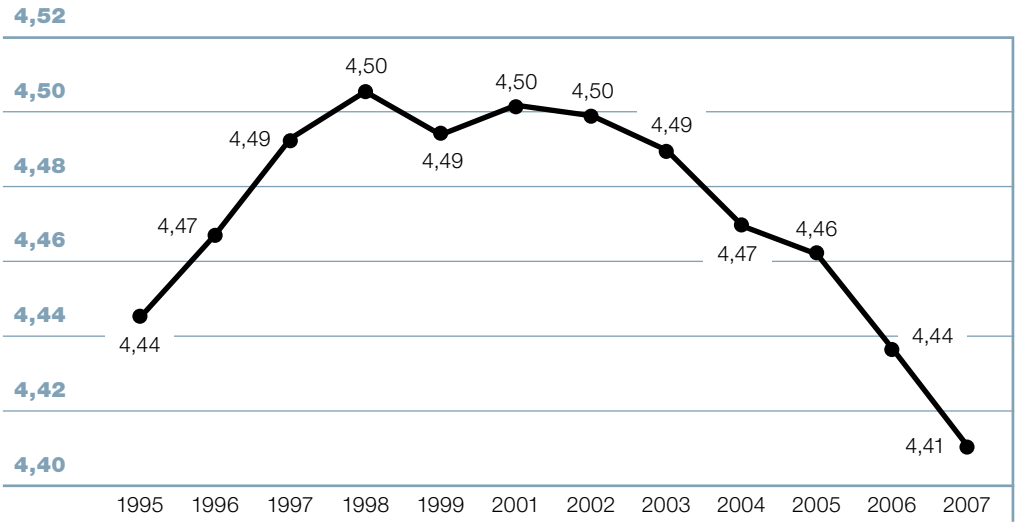
La reciente disminución de la desigualdad en Brasil se atribuye a tres factores principales: *i)* una reducción en los diferenciales salariales por nivel educativo y un descenso de la desigualdad en educación; *ii)* una mayor integración espacial y sectorial de los mercados laborales, en particular entre las áreas metropolitanas y no metropolitanas; y, *iii)* un aumento en los montos de transferencias contributivas y no contributivas del gobierno.[10] Si se hace una descomposición del cambio en la desigualdad total, se observa que aproximadamente la mitad de la disminución puede ser atribuida a una reducción de la desigualdad en el ingreso laboral y la otra mitad a un descenso de la desigualdad en el ingreso no laboral.[11]

A diferencia de la caída en la desigualdad a finales de la década de los setenta, los factores demográficos y el empleo han jugado un papel menor en la disminución reciente. Por ejemplo, en contraste con lo ocurrido en los años setenta, los cambios en la tasa de dependencia en los hogares pobres han sido menos importantes recientemente para explicar el comportamiento de la desigualdad. Mientras que en años anteriores el aumento del desempleo entre los pobres limitó la reducción de la desigualdad, actualmente el desempleo no ha jugado un papel importante. La disminución de la desigualdad en el ingreso laboral se ha debido principalmente a la reducción de la desigualdad salarial, asociada con la reducción de la desigualdad educativa (explicada a su vez por la importante expansión del acceso educativo para el extremo inferior de la distribución) *(Gráfico 6).* Desde 1995, los diferenciales de ingreso laboral por nivel de educación se han reducido en todos los niveles. Esta reducción se vuelve aún más clara después de 2002, en particular para la educación secundaria y superior.

[10] Barros *et al.* (2009).

[11] El ingreso laboral incluye sueldos y remuneraciones de los trabajadores por cuenta propia. Los ingresos no laborales incluyen los ingresos sobre capital, tales como intereses, utilidades y rentas sobre propiedades; y transferencias. Las transferencias, a su vez, pueden ser privadas (remesas y regalos, por ejemplo) o públicas (pensiones y transferencias monetarias condicionadas, por ejemplo).

Gráfico 6. Brasil: Desigualdad educativa entre trabajadores, 1995-2007



Fuente: Barros *et al.* (2009).

Otro factor que ha contribuido a la disminución de la desigualdad en los ingresos laborales es la reducción de la segmentación espacial. En el *Gráfico 7* se muestra que el diferencial de ingresos laborales se ha reducido entre las áreas metropolitanas y los municipios pequeños, y entre las áreas metropolitanas y los municipios de tamaño medio. La respuesta a cuáles han sido los factores que explican esta tendencia sigue siendo una incógnita. Posiblemente se deba a una expansión relativamente mayor de sectores productivos en zonas específicas al interior del país, en contraposición a las áreas metropolitanas, lo que ha aumentado la demanda de mano de obra y los salarios en ciudades pequeñas y medianas. La brecha de ingresos entre trabajadores formales e informales, en cambio, no cayó sino que aumentó. Esto podría significar que este tipo de segmentación del mercado laboral tuvo un papel desigualador durante el período 1997-2007. Los cambios en las brechas de ingresos (potencialmente discriminación, es decir, ingresos laborales diferentes entre mujeres y hombres, negros y blancos, etc., sin diferencias en productividad) no resultaron ser significativos para explicar la reducción de la desigualdad en el ingreso laboral.

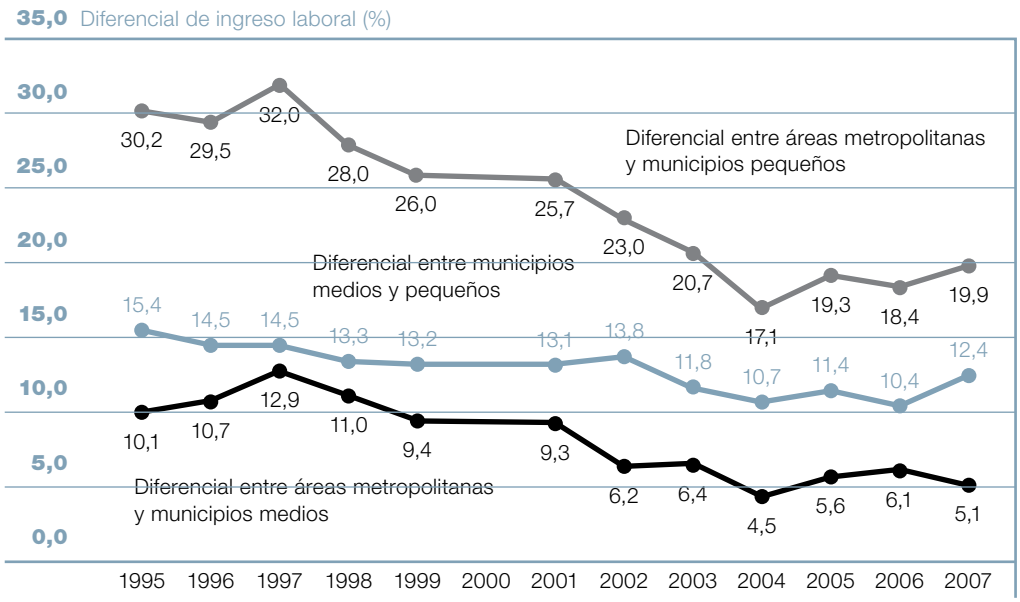
Como se mencionó anteriormente, la disminución de la desigualdad en ingresos no laborales es también muy importante para explicar la reducción de la desigualdad total. Dado que la magnitud de la contribución cambia en función de la metodología, para fines de consistencia se muestran aquí los resultados que utilizan el mismo procedimiento que aquel empleado en el caso del ingreso laboral.[12] Los ejercicios de descomposición buscan aislar la contribución de cada fuente de ingreso al cambio total de la desigualdad: activos (alquileres, intereses y utilidades), transferencias privadas y transferencias públicas.

Las transferencias públicas representan más del 80 por ciento de los ingresos no laborales de las familias[13], mientras que el porcentaje de familias que cuentan con al menos un beneficiario de transferencias públicas aumentó en 10 puntos porcentuales desde 2001. El impacto de cambios en la distribución de ingresos originado por cambios en activos y transferencias privadas es limitado. La mayor parte del impacto de los ingresos no laborales sobre la reducción de la desigual-

[12] Véase Barros *et al.* (2009).

[13] Las encuestas de hogares normalmente no captan con precisión a los hogares ubicados en la parte superior de la distribución de ingresos, cuyos ingresos no laborales provienen principalmente de activos. Esto aplica para todos los países.

Gráfico 7. Brasil: Evolución del diferencial de ingreso laboral entre áreas metropolitanas y no metropolitanas, 1995-2007



Fuente: Barros *et al.* (2009) con base en Pesquisa Nacional por Amostra de Domicilios (PNAD), 1997-2007

dad total se debió a cambios en la distribución de las transferencias públicas, representando el 49 por ciento de la disminución total de la desigualdad en los ingresos no laborales. Ambos tipos de transferencias públicas, contributivas y no contributivas, fueron factores importantes, aunque predominó el papel de las primeras. En particular, los cambios en las prestaciones de seguridad social explican casi el 30 por ciento de la reducción de la desigualdad en ingresos no laborales. El aumento de la cobertura de prestaciones no contributivas, como BPC *(Beneficio de Prestação Continuada)* y *Bolsa Familia* –el programa de transferencias condicionadas de Brasil– también fueron importantes. A pesar de representar sólo una pequeña fracción del ingreso familiar total (0,5 por ciento), cada una de estas prestaciones no contributivas explica alrededor del 10 por ciento de la disminución de la desigualdad en los ingresos no laborales.

En resumen, en el caso de Brasil, el rápido descenso de la desigualdad en ingresos observada desde el año 2001 se puede atribuir a los beneficios de la expansión educativa, a los cambios en los patrones espaciales de demanda y oferta de trabajo, y al mayor volumen y progresividad de algunas transferencias públicas, tanto de seguridad social como de asistencia social, siendo las primeras las más importantes. Sin embargo, la brecha salarial entre trabajadores formales e informales continuó en aumento y algunas políticas del gobierno moderaron los progresos en la reducción de la desigualdad. En particular, parece que el aumento del salario mínimo –que incrementa los beneficios de la seguridad social vinculados a éste– es menos eficaz en la reducción de la desigualdad y la pobreza extrema que los programas focalizados, como Bolsa Familia.

4. México[14]

[14] Esta sección está basada en Esquivel, Lustig y Scott (2010).

Después de un período de creciente desigualdad en el ingreso de los hogares a partir de 1984 y hasta mediados de la década de los noventa, la desigualdad en México ha mostrado en años recientes una tendencia a la baja. En particular, entre 2000 y 2006, el coeficiente de Gini se redujo de cerca de 0,53 a cerca de 0,49 –cuatro puntos porcentuales–. Esto significa una caída anual de 1,3 por ciento, similar a la observada en Brasil durante el mismo período de tiempo *(Gráfico 8).*

La incidencia de pobreza extrema[15] también ha disminuido consistentemente desde mediados de los noventa, después del repunte causado por la crisis del peso de 1994-95[16] *(Gráfico 9).* Así, la pobreza extrema se redujo en un 43 por ciento entre 2000 y 2006. Esto es especialmente relevante considerando que, durante este período, el ritmo de crecimiento del PIB per cápita fue modesto, a una tasa anual de 2,5 por ciento o menos. Lo anterior enfatiza el papel que desempeñó la reducción de la desigualdad en la explicación de la reducción de la pobreza.

La curva de incidencia del crecimiento[17] para 2006/2000 *(Gráfico 10)* muestra que los ingresos del 40 por ciento más pobre de la población crecieron a una tasa por arriba del promedio de las tasas de crecimiento de toda la distribución –la mayor de las dos líneas horizontales en el gráfico.[18] Así, durante este período México experimentó un crecimiento *pro-pobres.* La pregunta central aquí es qué factores explican este patrón de crecimiento. ¿Fueron los cambios demográficos, los cambios en los patrones de empleo, los cambios en la desigualdad salarial, o los cambios en las transferencias del gobierno?

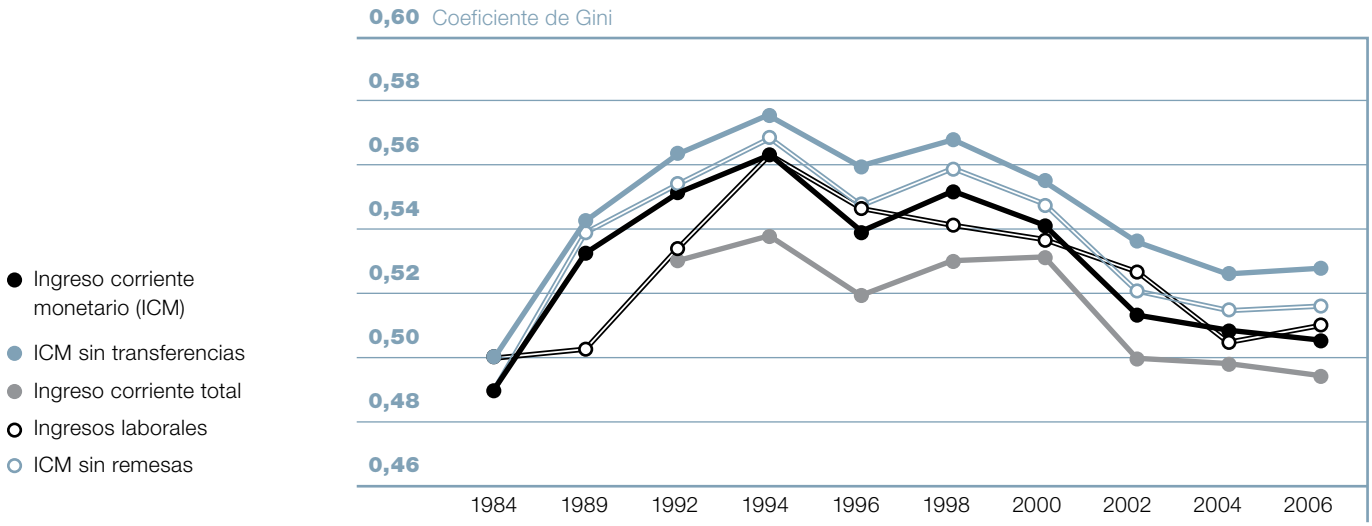
[15] La incidencia de pobreza extrema en México se mide a través de la línea oficial de "pobreza alimentaria".

[16] Las cifras de 2005 deben tomarse con cautela debido a que la encuesta para ese año puede no ser comparable con las del resto.

[17] La *curva de incidencia del crecimiento* muestra los cambios en el ingreso (o gasto) per cápita familiar para cada percentil de ingreso (o gasto), ordenados desde los hogares más pobres hasta los más ricos.

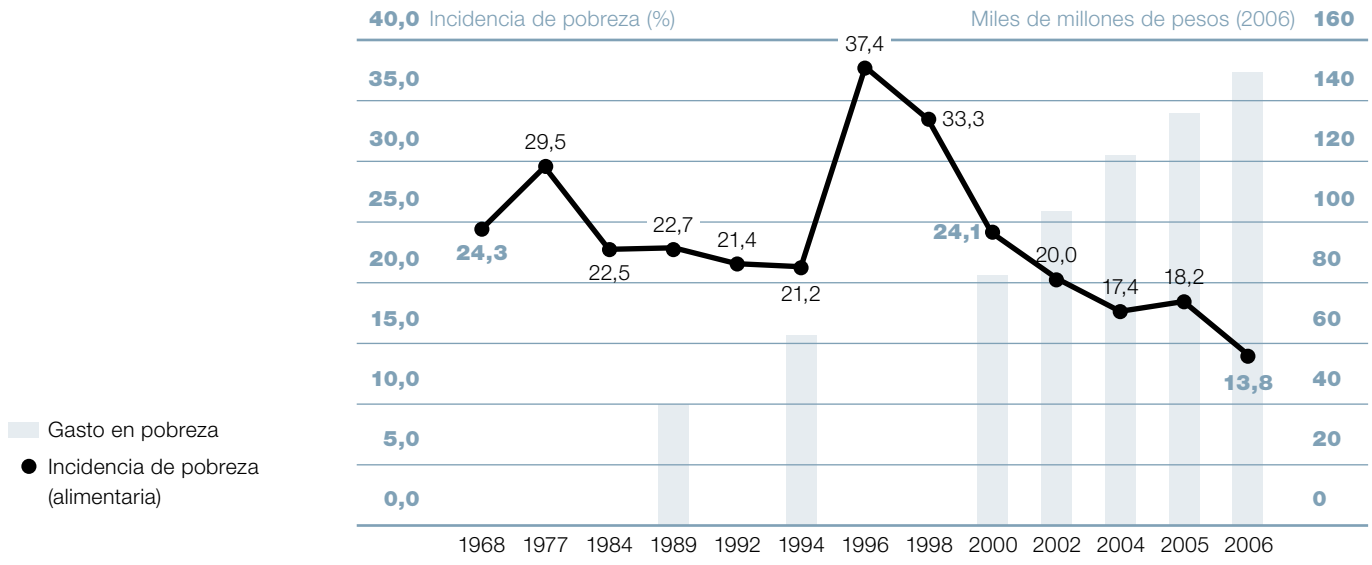
[18] El promedio de las tasas de crecimiento de toda la distribución fue ligeramente superior a 2,5 por ciento.

Gráfico 8. México: Coeficiente de Gini, 1984-2006



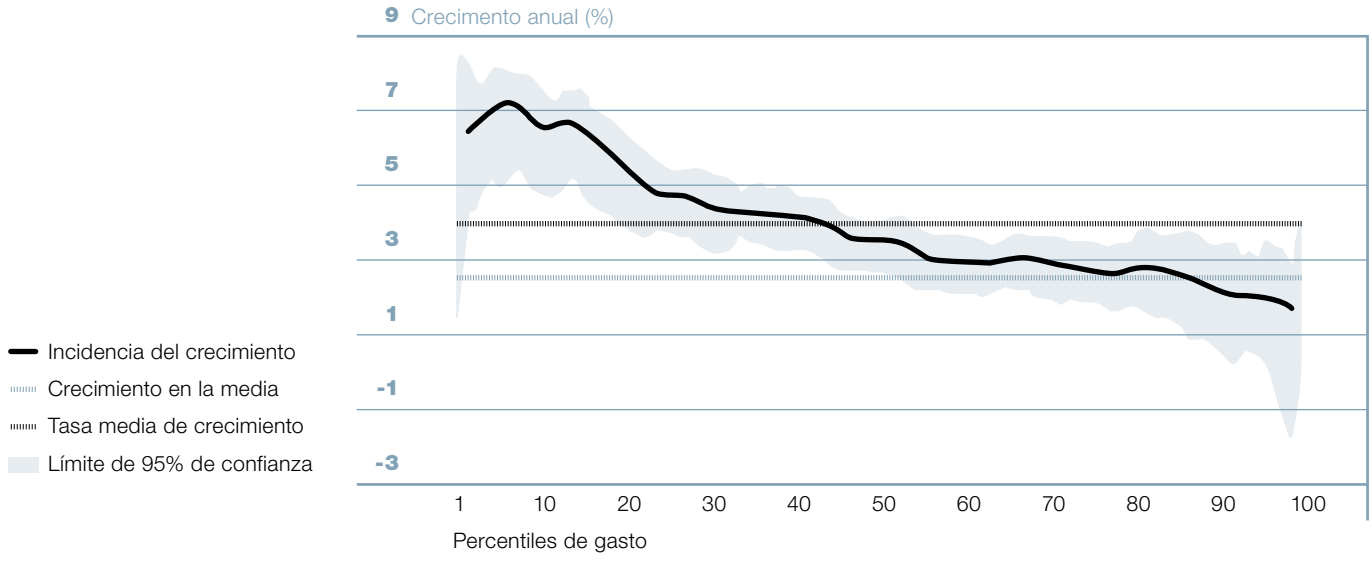
Fuente: Esquivel (2009).

Gráfico 9. México: Incidencia de pobreza extrema (eje izquierdo), 1968-2006



Fuente: Scott (2009).

Gráfica 10. México: Curvas de incidencia del crecimiento, 2006/2000



Fuente: Esquivel (2009).

Algunos ejercicios recientes de descomposición del cambio de la desigualdad entre 2000 y 2006, muestran los siguientes resultados. Los cambios demográficos, medidos por la proporción de adultos en el hogar y por la proporción de adultos que trabajan, fueron progresivos. Esto significa que tanto la relación de dependencia como el número de adultos que trabajan por hogar, mejoraron relativamente más para los hogares más pobres que para los más ricos. La desigualdad en la distribución de los ingresos laborales y no laborales disminuyó y ambas fuentes contribuyeron a la reducción de la desigualdad total. Como se mencionó anteriormente, los ingresos laborales incluyen sueldos y remuneraciones de los trabajadores por cuenta propia, en tanto que los no laborales están compuestos por ingresos de la propiedad, negocios propios y transferencias (privadas: remesas y regalos; y públicas: pensiones y transferencias monetarias condicionadas).

La reducción de la desigualdad en los ingresos laborales es, por mucho, el factor más importante que explica la disminución de la desigualdad total. Entre 2000 y 2006, el coeficiente de Gini se redujo en 3,07 puntos porcentuales –un descenso del 5,8 por ciento–. Si el único factor de cambio entre 2000 y 2006 hubiese sido el de la distribución del ingreso laboral, el coeficiente de Gini se habría reducido en 3,19 puntos porcentuales –es decir, más que la disminución de la desigualdad total–.[19]

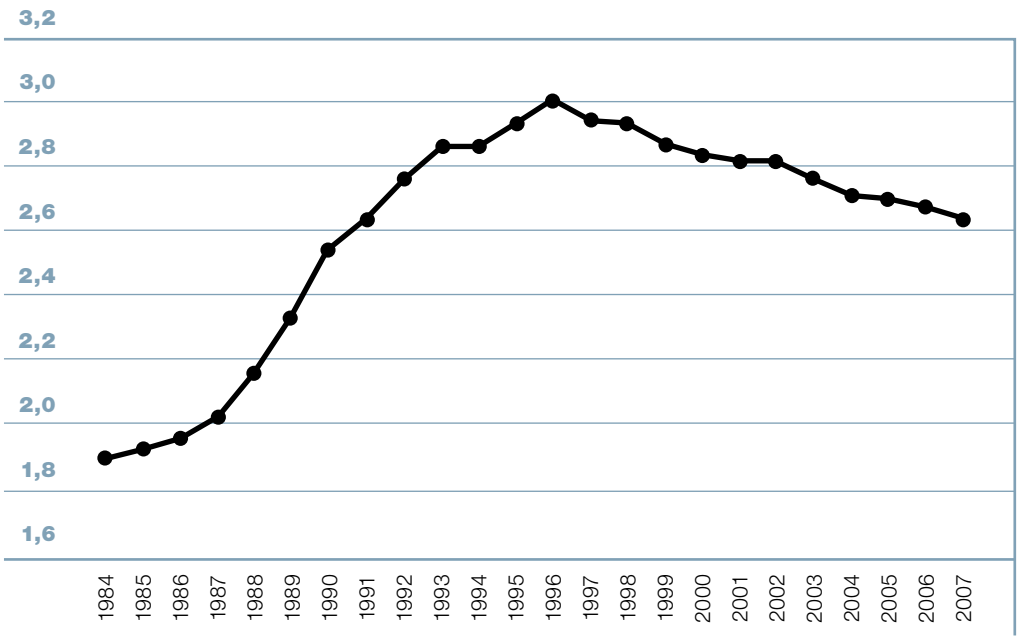
[19] Alejo *et al* (2009).

La disminución de la desigualdad en los ingresos laborales refleja la caída en la brecha salarial entre trabajadores calificados y no calificados. En el *Gráfico 11* se aprecia cómo la brecha salarial aumentó en el período posterior a la liberalización comercial de mediados de la década de los ochenta. Este fue uno de los principales componentes que explican el aumento de la desigualdad total entre estos años y mediados de la década siguiente. Desde entonces, sin embargo, la tendencia ascendente de la desigualdad en los ingresos laborales se revirtió. Debido a que esto coincidió con la puesta en marcha del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) en 1994, hay un creciente interés por determinar en qué medida esta tendencia igualadora en los salarios relativos es producto de dicho Tratado. Hasta el momento, esta pregunta sigue sin respuesta. Con el TLCAN se produjo un aumento de la demanda por trabajadores poco calificados para el sector de las *maquiladoras.* Sin embargo, durante el mismo período también hubo un aumento de la proporción de trabajadores que cuentan con educación post-secundaria con respecto a los que no cuentan con ella. La proporción de trabajadores poco calificados (aquellos con un nivel menor a secundaria) pasó de 55 por ciento en 1989 a 32 por ciento en 2006.

En consecuencia, parece que tanto los factores de demanda (por ejemplo, el aumento del empleo en las maquiladoras) como de oferta (cambios en la abundancia relativa de trabajadores poco calificados) pueden haber jugado un papel importante en la reducción de la brecha salarial entre trabajadores calificados y poco calificados. El *Gráfico 12* muestra cómo, entre 1996 y 2006, los salarios de los trabajadores con menor educación y menos experiencia –es decir, los trabajadores poco calificados– aumentaron, mientras que los salarios de aquellos altamente calificados sufrieron una ligera reducción. Esto es consistente con la forma de la curva de incidencia del crecimiento y con la gran contribución que ejercieron los cambios en el ingreso laboral sobre la reducción de desigualdad en el ingreso familiar total.

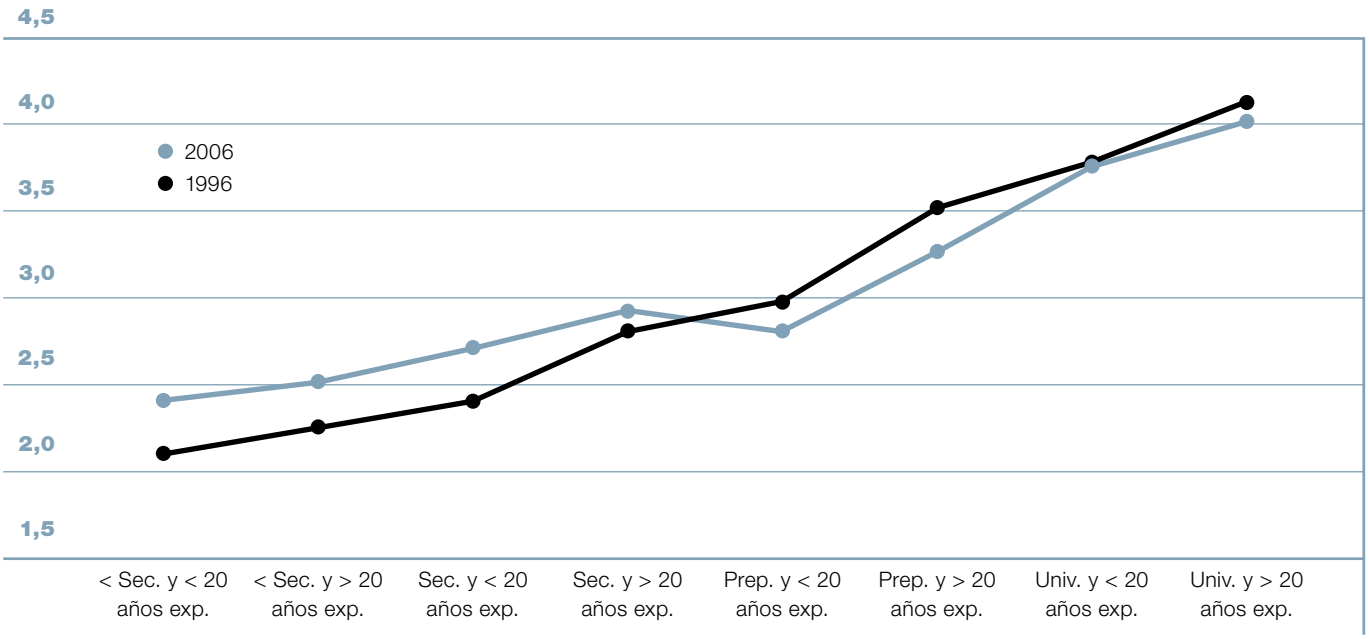
En suma, la disminución de la desigualdad en los ingresos de los hogares en México parece estar determinada por un aumento relativo en la demanda de trabajadores poco calificados (en relación a los trabajadores con más habilidades) y por una caída relativa en su oferta. Esto último se explicaría como producto de los avances logrados en educación, dado que un mayor número de cohortes permanecen en la escuela por más años (algo que se confirma por el aumento constante de los años de escolaridad). Por el lado de la demanda, parte de la historia podría estar relacionada con el TLCAN: una mayor demanda por trabajadores poco calificados en las *maquiladoras,* dado que los procesos de producción en América del Norte se integraron cada vez más después de que el TLCAN entró en vigor.

Gráfica 11. México: Brecha salarial entre trabajadores calificados y no calificados: 1984-2007



Fuente: Esquivel (2009)

Gráfica 12. México: Media salarial en hombres, según educación y experiencia (logaritmos)



Fuente: Esquivel (2009)

Otros factores que pueden haber contribuido a un aumento de la demanda relativa de trabajadores situados en la parte baja de la distribución se refieren al aumento de las remesas y las transferencias en efectivo de Progresa/Oportunidades –el programa del gobierno de México contra la pobreza–. Sin embargo, dado que éstas se mueven más o menos a la par, el efecto directo de las remesas y las transferencias podría afectar el nivel, pero no necesariamente la tendencia de la desigualdad en los ingresos. Más importante pudo haber sido el efecto indirecto, es decir, la incidencia que las remesas y las transferencias tuvieron sobre el empleo en las economías locales pobres. Los hogares que reciben remesas tienden a utilizarlas para construir, ampliar o remodelar sus viviendas. Esto genera demanda de trabajadores de construcción en la economía local, lo que a su vez incentiva la demanda de otros bienes y servicios, y así sucesivamente. De hecho, las remesas y las transferencias pueden ser vistas como numerosos *paquetes de estímulo* beneficiando a las comunidades pobres.

México, representa un caso de crecimiento débil en el PIB y en la productividad total de factores debido a que una gran parte del empleo es generado en sectores de baja productividad y bajos salarios, en lugar de en sectores altamente productivos y con salarios más altos. Sin embargo, aunque las oportunidades de nuevos empleos conllevan salarios bajos, las remuneraciones pagadas son superiores a las que este grupo de trabajadores poco calificados recibía antes de 2000. En este sentido, el patrón de crecimiento de México es *pro-pobres.* La puesta en marcha del programa de transferencias condicionadas *Progresa/Oportunidades* hizo al gasto público más progresivo, aunque la mayor parte de las transferencias (las pensiones, en particular) sigue sin serlo.[20] Según algunas estimaciones, sin *Oportunidades,* el coeficiente de Gini sería mayor en alrededor de un punto porcentual[21], lo cual no es insignificante. Con todo, el gasto público sigue siendo, en gran medida, poco progresivo y, en algunos casos, es claramente regresivo. Así, la reducción reciente de la desigualdad en México, aunque importante, continúa estando limitada debido a que la política social aún adolece de serias deficiencias e inconsistencias. La buena noticia es que esto implica la existencia de oportunidades para reducir aún más la pobreza y la desigualdad.

[20] Scott (2009).

[21] Scott (2009).

5. Comentarios finales

Desde el año 2000, la desigualdad ha disminuido en la mayoría de los países de América Latina. Este artículo analiza las causas que subyacen a la dinámica de la desigualdad en la Argentina, Brasil y México. El análisis mostrado sugiere que tanto las fuerzas del mercado como la acción del Estado jugaron un papel importante en la explicación de la dinámica de la desigualdad. En particular, el descenso de la desigualdad en Brasil y México está fuertemente asociado con la caída de los diferenciales de salarios por hora según nivel educativo o de calificación. La reducción de los diferenciales salariales, a su vez, se asocia con el mayor acceso a la educación logrado en años anteriores, lo que volvió relativamente escaso a los trabajadores sin instrucción o con primaria incompleta. En el caso de la Argentina, la fuerte caída en la tasa de desempleo de más del 20 al 8 por ciento asociada a la recuperación económica luego de la crisis del 2002 jugó un papel significativo en la reducción de la desigualdad en la década del 2000.

La acción del Estado contribuyó a la disminución de la desigualdad en Argentina, Brasil y México de tres formas. En primer lugar, el mayor acceso a la educación básica en Brasil y México es resultado de los esfuerzos explícitos de los gobiernos de estos países. En segundo lugar, las transferencias (netas) del gobierno se volvieron más generosas y progresivas. Los programas de transferencias monetarias condicionadas a gran escala, *Programa Jefes y Jefas de Hogar* y *Asignación Universal por Hijo* (Argentina), *Bolsa Familia* (Brasil) y *Oportunidades* (México), redujeron la desigualdad en los ingresos per cápita de los hogares entre 10 y 20 por ciento. Finalmente, en la Argentina y Brasil, la acción del Estado ha sido evidente a través de políticas activas en el mercado laboral. En ambos países, el aumento de los salarios mínimos comprimió la distribución salarial. En la Argentina, este proceso se vio reforzado por el fortalecimiento de las instituciones laborales y la reincorporación del sector industrial a la negociación colectiva.

Referencias

Acosta P. y Gasparini L. (2007). *Capital accumulation, trade liberalization, and rising wage inequality: the case of Argentina,* Economic Development and Cultural Change, 55 (4), pp. 793-812, Julio.

Alejo Javier, Bergolo Marcelo, Carbajal Fedora, y Cruces Guillermo. 2009. *Cambios en la desigualdad del ingreso en América Latina. Contribución de sus principales determinantes. (1995-2006). Informe Final.* Documento de apoyo para el proyecto de PNUD Mercados, el Estado y la dinámica de la desigualdad en América Latina, coordinado por Luis Felipe López-Calva y Nora Lustig.

Altimir Oscar. 2008. *Distribución del ingreso e incidencia de la pobreza a lo largo del ajuste.* Revista de la CEPAL No. 96 (Diciembre).

Altimir O. y Beccaria L. (2001). *El persistente deterioro de la distribución del ingreso en la Argentina.* Desarrollo Económico vol. 40 (160).

Barros Ricardo, de Carvalho Mirela, Franco Samuel, y Mendonça Rosane. 2009. *Markets, the State and the Dynamics of Inequality: Brazil's Case Study.* Documento de apoyo para el proyecto de PNUD Mercados, el Estado y la dinámica de la desigualdad en América Latina, coordinado por Luis Felipe Lopez-Calva y Nora Lustig.

Barros Ricardo, de Carvalho Mirela, Franco Samuel, y Mendonça Rosane. 2010. *Markets, the state and the dynamics of inequality in Brazil.* En Luis F. López Calva y Nora Lustig (eds.), Declining Inequality in Latin America: A Decade of Progress? Capítulo 6. Washington DC: Brookings Institution y PNUD.

Barros Ricardo, Ferreira Francisco H. G., Molinas Vega José R., y Saavedra Chanduvi Jaime. 2009. *Measuring Inequality of Opportunities in Latin America and the Caribbean.* Washington, DC: Banco Mundial.

Beccaria L., y Carciofi R. (1995). *Argentina: Social Policy and Adjustment during the 1980s.* In Coping with Austerity: Poverty and Inequality in Latin America, ed. Nora Lustig. Washington, D.C.; Brookings Institution

De Hoyos R., y Lustig N. (2009). *Liberalización comercial, pobreza y desigualdad: una reseña sobre enfoques metodológicos y la asignatura pendiente.* El Trimestre Económico, Vol. LXXVI (1), no. 302 Abril-Junio.

Esquivel Gerardo. 2009. *The Dynamics of Income Inequality in Mexico since NAFTA.* Documento de apoyo para el proyecto de PNUD Mercados, el Estado y la dinámica de la desigualdad en América Latina, coordinado por Luis Felipe Lopez-Calva y Nora Lustig.

Eberhard Juan y Engel Eduardo. 2008. *Decreasing Wage Inequality in Chile.* Documento de apoyo para el proyecto de PNUD Mercados, el Estado y la dinámica de la desigualdad en América Latina, coordinado por Luis Felipe Lopez-Calva y Nora Lustig.

Esquivel Gerardo, Lustig Nora, y Scott John. 2010. *A Decade of Falling Inequality in Mexico: Market Forces or State Action?* En Luis F. López Calva y Nora Lustig (eds.), Declining Inequality in Latin America: A Decade of Progress? Capítulo 7. Washington DC: Brookings Institution y PNUD.

Galiani S., y Sanguinetti P. (2003). *The impact of trade liberalization on wage inequality: evidence from Argentina.* Journal of Development Economics, Elsevier, vol. 72 (2), páginas 497-513, Diciembre.

Galiani S. y Porto G. (2010). *Trends in tariff reforms and trends in the wage structure.* (Próximo) en Review of Economics and Statistics

Gasparini Leonardo y Cruces Guillermo. 2010. *A Distribution in Motion: The Case of Argentina.* En Luis F. López Calva y Nora Lustig (eds.), Declining Inequality in Latin America: A Decade of Progress? Capítulo 5. Washington DC: Brookings Institution y PNUD.

Groisman F. y Marshall A. (2005). *Determinantes del grado de desigualdad salarial en la Argentina: un estudio interurbano,* Desarrollo Económico vol. 45 (178)

Londoño y Szekely. 2000. *Persistent Poverty and Excess Inequality: Latin America, 1970-1995.* Journal of Applied Economics, 1; 93-134.

López-Calva Luis F. y Lustig Nora. 2010. *Declining Inequality in Latin America: A Decade of Progress?* Washington, DC: Brookings Institution y PNUD.

Lustig Nora. 2010. *Is Latin America Becoming Less Unequal?* en Vision for Latin America 2040. Achieving a More Inclusive and Prosperous Society. Documento preparado para la Corporación Andina de Fomento (CAF), Centennial Group, Washington DC.

Lustig Nora, López-Calva Luis F. y Ortiz-Juarez Eduardo. 2011. *The Decline in Inequality in Latin America: How Much, Since When and Why.* Documento de trabajo. 1118, Tulane University.

Maurizio R. (2001). *Demanda de trabajo, sobreeducación y distribución del ingreso,* presentado en el V Congreso Nacional de Estudios del Trabajo, Argentina.

Scott John. 2009. *Gasto Público y Desarrollo Humano en México: Análisis de Incidencia y Equidad,* Documento de apoyo al Informe de Desarrollo Humano de México 2008/2009. México: PNUD.

SEDLAC (Socio-Economic Database for Latin America and the Caribbean), CEDLAS y Banco Mundial. La Plata, Argentina y Washington DC. http://www.depeco.econo.unlp.edu.ar/cedlas/sedlac/.

Anexos estadísticos

Anexo 1. Evolución del mercado oficial del dólar
(Tipo vendedor para transferencias financieras)

Años (fin de)	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio
Pesos argentinos por dólar estadounidense (Un peso argentino = 10.000 pesos Ley = 1.000.000 pesos m/n)						
1983						8,8910
84	26,3140	29,0720	32,7340	37,5360	44,0040	51,2670
85	223,4800	268,1500	342,8900	444,2100	601,9800	
Australes por dólar estadounidense (Un austral = 1.000 pesos argentinos = 10.000.000 pesos Ley = 1.000.000.000 pesos m/n)						
1985						0,8010
86	0,8010	0,8010	0,8010	0,8410	0,8610	0,8910
87	1,3320	1,5410	1,5410	1,5410	1,6220	1,8020
88	5,5400	6,1700	6,6200	7,4900	9,2000	11,2100
89	17,5100	28,2000	49,8000	77,0000	177,0000	262,0000
1990	1.870,0000	5.970,0000	4.660,0000	5.010,0000	5.010,0000	5.270,0000
91	9.430,0000	9.990,0000	9.635,0000	9.810,0000	9.910,0000	9.975,0000
Pesos por dólar estadounidense (Un peso = 10.000 australes = 10.000.000 pesos argentinos = 100.000.000.000 pesos Ley = 10.000.000.000.000 pesos m/n)						
1992	0,9910	0,9910	0,9930	0,9910	0,9910	0,9910
93	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
94	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
1995	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
96	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
97	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
98	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
99	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
2000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
01	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
02	2,0500	2,1500	3,0000	2,9800	3,6000	3,8000
03	3,2100	3,1900	2,9800	2,8200	2,8500	2,8000
04	2,9280	2,9230	2,8600	2,8400	2,9600	2,9580
2005	2,9240	2,9380	2,9170	2,9100	2,8830	2,8870
06	3,0660	3,0740	3,0820	3,0480	3,0850	3,0860
07	3,1030	3,1000	3,1000	3,0900	3,0770	3,0930
08	3,1560	3,1590	3,1650	3,1640	3,0980	3,0240
09	3,4875	3,5595	3,7135	3,7198	3,7465	3,7952
2010	3,8230	3,8598	3,8763	3,8862	3,9268	3,9318
11	4,0008	4,0305	4,0520	4,0855	4,0887	4,1110
12	4,3362	4,3565	4,3785			

Anexo 2. Evolución del mercado libre del dólar
(Basado en los tipos de cambio en los mercados internacionales) (Fin de mes, promedio compra-venta)

Años (fin de)	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio
Pesos argentinos por dólar estadounidense (Un peso argentino = 10.000 pesos Ley = 1.000.000 pesos m/n)						
83						11,5000
84	35,2500	44,8500	52,8500	58,4000	65,6500	73,6500
85	266,0000	356,0000	464,0000	557,5000	673,0000	
Australes por dólar estadounidense (Un austral = 1.000 argentinos = 10.000.000 pesos Ley = 1.000.000.000 pesos m/n)						
1985						0,8550
86	0,8850	0,8650	0,9250	0,9100	0,8900	0,8800
87	1,6130	1,7200	2,0350	2,0700	2,0600	2,1450
88	5,4850	6,1650	6,3850	7,3150	9,1900	11,3500
89	17,6350	28,1000	48,4000	80,2500	225,0000	535,0000
1990	1.860,0000	5.840,0000	4.645,0000	4.925,0000	4.995,0000	5.310,0000
91	9.250,0000	10.275,0000	9.630,0000	9.832,5000	9.922,5000	9.992,5000
Pesos por dólar estadounidense (Un peso = 10.000 australes = 10.000.000 argentinos = 100.000.000.000 pesos Ley = 10.000.000.000.000 pesos m/n)						
1992	0,9905	0,9899	0,9934	0,9895	0,9895	0,9915
93	0,9991	0,9991	0,9997	0,9978	1,0001	0,9983
94	0,9984	1,0015	1,0011	0,9986	0,9985	0,9974
1995	1,0006	1,0017	1,0009	1,0011	0,9986	0,9989
96	0,9992	0,9998	0,9997	0,9995	1,0000	1,0006
97	0,9985	0,9993	0,9994	0,9995	0,9993	1,0005
98	0,9988	0,9989	1,0007	1,0001	0,9997	0,9997
99	1,0003	0,9999	0,9987	0,9994	1,0014	1,0049
2000	0,9996	0,9987	0,9991	0,9987	1,0009	0,9984
01	0,9992	0,9996	1,0009	1,0001	0,9994	1,0010
02	1,9500	2,0000	2,9500	2,9750	3,6000	3,8500
03	3,2050	3,2050	2,9750	2,8250	2,8550	2,8000
04	2,9750	2,9150	2,8650	2,8450	2,9600	2,9550
2005	2,9250	2,9250	2,9150	2,9000	2,8850	2,8850
06	3,0650	3,0700	3,0650	3,0450	3,0800	3,0900
07	3,1050	3,1050	3,1050	3,0950	3,0850	3,0900
08	3,1550	3,1550	3,1650	3,1850	3,1100	3,0350
09	3,4850	3,5650	3,7200	3,7400	3,8100	3,8360
2010	3,8775	3,9225	3,8825	3,9150	3,9175	3,9950
11	4,1325	4,1625	4,1550	4,2950	4,3250	4,2700
12	4,7900	4,7200	4,9300			

Julio	Agosto	Setiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Promedio anual	Años (fin de)
9,9710	11,2820	13,0860	15,8170	19,2920	23,2710	11,2784	83
61,7710	74,4200	91,8340	120,1240	148,7200	178,8900	74,7238	84
							1985
0,8010	0,8010	0,8010	0,8010	0,8010	0,8010	0,6240	1985
0,9210	1,0080	1,0700	1,1310	1,1810	1,2590	0,9638	86
1,9770	2,2705	2,6355	4,0500	4,3400	5,1000	2,9752	87
12,9600	14,4100	14,9900	15,1100	15,6700	16,5400	11,3258	88
655,0000	655,0000	655,0000	655,0000	655,0000	1.800,0000	473,8758	89
5.450,0000	6.200,0000	5.615,0000	5.570,0000	5.130,0000	5.590,0000	5.112,0833	1990
9.960,0000	9.965,0000	9.910,0000	9.910,0000	9.910,0000	9.990,0000	9.866,2500	91
0,9910	0,9910	0,9920	0,9920	0,9940	1,0000	0,9923	1992
1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	93
1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	94
1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1995
1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	96
1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	97
1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	98
1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	99
1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	2000
1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	01
3,7000	3,6300	3,7500	3,5200	3,6400	3,3700	3,2658	02
2,9200	2,9560	2,9150	2,8650	2,9900	2,9300	2,9522	03
2,9800	2,9970	2,9810	2,9700	2,9450	2,9790	2,9434	04
2,8610	2,9110	2,9100	3,0020	2,9660	3,0320	2,9282	2005
3,0720	3,0970	3,1040	3,0890	3,0680	3,0620	3,0778	06
3,1210	3,1560	3,1500	3,1420	3,1440	3,1510	3,1189	07
3,0310	3,0290	3,1350	3,3790	3,3690	3,4537	3,1801	08
3,8305	3,8525	3,8427	3,8190	3,8102	3,7967	3,7301	09
3,9395	3,9497	3,9607	3,9570	3,9840	3,9578	3,9210	2010
4,1430	4,1995	4,2045	4,2355	4,2807	4,3032	4,1297	11
							12

Julio	Agosto	Setiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Promedio anual	Años (fin de)
14,7500	19,3000	25,9000	24,1000	24,1500	25,6500	15,7300	83
82,2500	108,5000	121,8000	139,2500	180,5000	205,0000	97,3300	84
							1985
0,9500	0,9500	0,9000	0,9300	0,8650	0,8750	0,7200	1985
0,9250	1,1650	1,2130	1,2650	1,4250	1,6680	1,0850	86
2,5530	3,0830	3,6250	4,0450	4,3350	5,0950	2,8650	87
12,5700	14,3950	14,8300	15,1000	15,5900	16,3800	11,2300	88
655,0000	659,5000	647,0000	720,5000	1.007,5000	1.940,0000	546,9900	89
5.465,0000	6.265,0000	5.725,0000	5.565,0000	5.195,0000	5.815,0000	5.133,7500	1990
9.972,5000	9.972,5000	9.902,5000	99.912,5000	9.908,5000	10.027,5000	9.883,2100	91
0,9919	0,9910	0,9911	0,9911	0,9928	0,9973	0,9916	1992
0,9996	1,0013	1,0013	0,9991	0,9975	0,9984	0,9993	93
0,9984	0,9991	0,9993	0,9990	0,9999	1,0014	0,9994	94
0,9994	0,9984	0,9989	1,0003	0,9992	1,0016	0,9999	1995
1,0012	1,0001	1,0002	0,9995	0,9989	1,0005	0,9999	96
0,9998	0,9996	0,9995	1,0022	1,0007	1,0014	1,0000	97
1,0002	1,0019	1,0001	1,0035	0,9999	1,0010	1,0004	98
0,9997	1,0004	0,9990	1,0000	1,0007	1,0014	1,0005	99
0,9990	0,9986	0,9989	0,9999	1,0004	1,0014	0,9995	2000
1,0029	0,9974	0,9989	1,0029	1,0038	1,1499	1,0130	01
3,6900	3,6150	3,7400	3,5150	3,6200	3,4050	3,2425	02
2,9150	2,9450	2,9050	2,8500	2,9700	2,9400	2,9492	03
2,9750	3,1050	2,9850	2,9750	2,9450	2,9750	2,9563	04
2,8650	2,9050	2,9050	3,0050	2,9750	3,0300	2,9267	2005
3,0900	3,0950	3,1050	3,0950	3,0750	3,0800	3,0796	06
3,1400	3,1750	3,1550	3,1550	3,1450	3,1525	3,1260	07
3,0350	3,0300	3,1300	3,3900	3,3650	3,4550	3,1834	08
3,8675	3,8425	3,8400	3,8175	3,8000	3,8600	3,7653	09
4,0263	4,0050	4,0275	4,0325	4,0625	4,1050	3,9807	2010
4,2750	4,4300	4,4325	4,6200	4,7400	4,7400	4,3815	11
							12

Anexo 3. Indice de precios al Consumidor para la Capital Federal y Gran Buenos Aires
Series empalmadas

Años	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio
(índices: base 1988 = 100)						
1985	1,918	2,315	2,928	3,791	4,742	6,190
86	7,665	7,795	8,157	8,543	8,887	9,291
87	14,56	15,50	16,77	17,34	18,06	19,51
88	40,58	44,81	51,41	60,27	69,74	82,27
89	197,57	216,52	253,34	337,88	603,01	1.293,3
1990	16.329,6	26.383,8	51.587,1	57.453,9	65.271,9	74.343,3
91	141.703,9	179.950,3	199.821,0	210.832,2	216.745,0	223.515,6
92	249.445,3	254.818,5	260.168,7	263.516,4	265.290,0	267.370,1
93	286.923,3	289.019,1	291.192,1	294.236,0	298.021,5	300.165,2
94	305.819,7	305.808,9	306.235,2	306.980,6	308.044,6	309.236,7
1995	321.241,0	321.232,2	319.789,0	321.251,5	321.319,0	320.657,3
96	323.355,4	322.304,6	320.565,8	320.570,7	320.284,8	320.293,1
97	324.070,6	325.316,7	323.713,0	322.643,1	322.375,4	323.109,4
98	325.656,2	326.791,7	326.381,2	326.418,0	326.182,3	326.805,0
99	327.308,1	326.782,3	324.328,8	324.011,2	322.415,9	322.396,3
2000	322.578,1	322.591,3	320.886,9	320.526,1	319.280,2	318.689,9
(índices: base 1999 = 100)						
2000	100,71	100,71	100,18	100,07	99,68	99,49
2001	99,21	98,99	99,18	99,84	99,90	99,18
2002	99,84	102,97	107,05	118,17	122,91	127,36
2003	139,38	140,17	140,99	141,07	140,52	140,40
2004	143,20	143,34	144,20	145,43	146,50	147,32
2005	153,54	155,00	157,39	158,16	159,11	160,57
2006	172,12	172,80	174,88	176,58	177,41	178,27
2007	188,81	189,38	190,83	192,25	193,05	193,90
2008	204,37	205,33	207,65	209,37		
(índices: base abril 2008 = 100)*						
2008	97,61	98,07	99,18	100,00	100,56	101,20
2009	104,26	104,71	105,38	105,73	106,08	106,53
2010	112,85	114,26	115,56	116,52	117,39	118,25
2011	124,79	125,71	126,77	127,83	128,77	129,69
2012	136,91	137,92				

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.
* A partir del comunicado de junio 2008 (datos correspondientes a mayo 2008), cambia la base del IPC en función de la Encuesta Nacional de Gastos de los Hogares 2004/5.

Series del Sistema de Indices de Precios Mayoristas y del Indice del Costo de la Construcción en el Gran Buenos Aires

Nota explicatoria a los Anexos 4, 5, 6 y 7

Los nuevos Sistemas de Indices de Precios Mayoristas (SIPM) e Indice del Costo de la Construcción en el Gran Buenos Aires según base 1993 = 100, fueron dados a conocer en enero de 1996.

Según la información de prensa distribuida el 2 de febrero de 1996, las características metodológicas de los mismos son las siguientes:

A. El SIPM: Sistema de Indices de Precios Mayoristas

El SIPM reemplaza al Indice de Precios al por Mayor base 1981 = 100. El objetivo buscado con esta modificación de la información que suministra el INDEC es ofrecer una mayor precisión en la evolución de los precios en la etapa mayorista. Ello permitirá diferenciar las variaciones de precios provocadas por efecto de las modificaciones en la estructura impositiva de aquellas otras variaciones que provengan de decisiones de los productores, imperfecciones de los mercados, cambios en las productividades, etc.

El SIPM permitirá observar, por un lado, la evolución de los precios de los productos destinados al mercado interno –sean de origen nacional o importado– y por otro, las variaciones de los precios de los bienes que componen la oferta nacional total, esto es, sin diferenciar si su destino es el mercado interno o el externo.

Por esta razón el SIPM ofrece tres índices en lugar del único anterior. En todos los casos, los precios que se relevan se refieren a la primera etapa de la venta mayorista, sin considerar intermediaciones. Ellos son:

1. Indice de Precios Internos al por Mayor (IPIM): mide la evolución promedio de los precios a los que el productor local y/o el importador directo venden sus productos en el mercado doméstico. Se incluyen el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y los impuestos internos y a los combustibles, y se deducen subsidios explícitos (como por ejemplo a los Bienes de Capital). Por tratarse de bienes destinados al mercado interno, se excluyó el valor de las exportaciones en el cálculo del peso de cada rama de actividad. Este índice, por su cobertura, es el que más se asemeja al anterior Indice de Precios al por Mayor.

2. Indice de Precios Internos Básicos al por Mayor (IPIBM): tiene igual cobertura que el IPIM, pero los precios se computan sin impuestos y sin el efecto de subsidios explícitos.

3. Indice de Precios Básicos del Productor (IPBP): mide la variación de los precios percibidos por el productor local por su producción. Es decir, considera a las exportaciones y excluye la oferta de productos importados. Los precios se miden a valores básicos y, por lo tanto, valen las mismas consideraciones sobre los impuestos realizadas para el IPIBM. Al no incluir el efecto impositivo contenido en el precio, esta valoración se considera como la más relevante para las decisiones de los productores.

Julio	Agosto	Setiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Promedio anual	Años
6,573	6,775	6,910	7,044	7,211	7,440	5,320	1985
9,920	10,791	11,571	12,272	12,922	13,534	10,112	86
21,48	24,43	27,28	32,61	35,97	37,19	23,39	87
103,37	131,92	147,35	160,60	169,77	181,39	103,62	88
3.836,3	5.288,8	5.783,6	6.107,2	6.505,4	9.112,3	3.294,6	89
82.391,3	95.028,2	109.926,1	118.379,9	125.696,5	131.574,4	79.530,5	1990
229.306,9	232.289,9	236.393,2	239.586,4	240.518,2	242.079,7	216.061,9	91
271.992,4	276.063,0	278.917,0	282.447,8	283.749,7	284.554,7	269.861,1	92
301.130,8	301.179,1	303.661,1	305.377,6	305.552,2	305.512,1	298.497,5	93
312.091,7	312.735,6	314.876,0	315.885,0	316.599,2	317.287,7	310.966,8	94
321.958,2	321.178,0	321.706,1	322.799,8	322.062,5	322.388,9	321.465,3	1995
322.029,7	321.780,3	322.364,6	323.989,6	323.486,4	322.564,0	321.965,75	96
323.827,4	324.360,3	324.205,0	323.697,1	323.071,5	323.622,0	323.667,6	97
327.826,4	327.892,6	327.791,2	326.592,0	325.816,5	325.772,4	326.660,5	98
322.995,5	321.779,7	321.138,6	321.088,4	320.073,5	319.874,4	322.849,4	99
320.074,0	319.385,4	318.894,9	319.481,4				2000
99,93	99,71	99,56	99,74	99,25	99,13	99,84	2000
98,86	98,51	98,43	98,00	97,68	97,60	98,78	2001
131,42	134,50	136,31	136,61	137,31	137,57	124,33	2002
141,03	141,06	141,12	141,95	142,30	142,60	141,05	2003
148,00	148,51	149,45	150,04	150,04	151,30	147,28	2004
162,18	162,89	164,79	166,07	168,08	169,95	161,48	2005
179,37	180,38	182,00	183,56	184,86	186,67	179,08	2006
194,87	196,01	197,58	198,93	200,63	202,49	194,89	2007
							2008
101,57	102,05	102,57	103,01	103,36	103,71	101,07	2008
107,19	108,08	108,88	109,75	110,66	111,69	107,41	2009
119,20	120,08	120,95	121,97	122,86	123,89	117,96	2010
130,72	131,81	132,91	133,75	134,54	135,67	131,24	2011
							2012

Respecto al anterior índice, se renovó y amplió la muestra de productos e informantes (un total de 1400 empresas productoras y/o importadoras suministran 2800 precios que integran la base de los indicadores; se incorporó la Energía Eléctrica como un nuevo sector representado en los índices). Los nuevos índices se diseñaron siguiendo como modelo dos clasificaciones de las Naciones Unidas: la CIIU-3 (Clasificación Industrial Internacional Uniforme de todas las actividades económicas, Revisión 3) y la CPC (Clasificación Central Provisional de Productos). El cambio del año base obedece a la necesidad de que la evolución de los precios se encuadre dentro de una estructura productiva y de precios relativos actualizada. El SIPM adopta 1993 como año base y también como referente de las ponderaciones. Para desarrollarlo se contó con la información del Censo Nacional Económico 1994. Cabe resaltar que el año 1993 será la base de las nuevas Cuentas Nacionales y que, de esta manera, los nuevos índices se ubican en un marco más amplio de renovación general de las estadísticas económicas. Es importante destacar que el relevamiento de los datos se realiza el día 15 de cada mes.

Las ponderaciones del SIPM son las siguientes:

Estructura	IPIM	IPIBM	IPBP
Nivel General	100,00	100,00	100,00
– Indice de			
Productos Nacionales	92,71	92,52	100,00
Productos Primarios	19,36	19,98	21,68
Agropecuarios	13,55	13,98	15,41
Pesqueros	0,68	1,70	0,68
Mineros	5,13	5,30	5,59
Productos Manuf.			
y energía eléctrica	73,35	72,54	78,32
Manufacturas	71,49	70,78	76,63
Energía Eléctrica	1,86	1,76	1,69
– Indice de Productos			
Importados	7,29	7,48	0,00

B. El ICC: Indice del Costo de la Construcción en el Gran Buenos Aires

El objetivo del ICC es medir las variaciones mensuales que experimenta el costo de la construcción privada en edificios destinados a vivienda, en la Capital Federal y los 19 partidos del conurbano bonaerense.

El ICC base 1993 = 100 reemplaza al índice de base 1980 = 100. Las principales diferencias se resumen en esta tabla:

Se aprecia que la renovación del índice fue profunda. En primer lugar, se amplió la cobertura a los 19 partidos del Gran Buenos Aires. Respecto a la tipología de los modelos de construcción, el anterior índice solo usaba un modelo multifamiliar, mientras que el nuevo incorporó cuatro modelos multifamiliares (de 99, 36, 5 y 2 viviendas) y dos unifamiliares (de una vivienda). La reducción en el número de materiales implica una depuración de variedades de poca relevancia, al tiempo que la selección de materiales tuvo en cuenta las nuevas variedades que ofrece el mercado. La cantidad de informantes se incrementó por la ampliación geográfica de la cobertura.

Para selecionar los tipos edilicios que representarán al sector como para seleccionar los materiales con los que se construyen cada uno, se aplicaron técnicas de muestreo. Al igual que con el SIPM, el relevamiento de los datos tiene lugar el día 15 de cada mes.

Base	Cobertura Geográfica	Cantidad de Modelos	Cantidad de Materiales	Cantidad de Informantes
1980	Capital Federal	1	337	377
1993	Gran Buenos Aires	6	212	520

Anexo 4. IPIM: Indice de los Precios Internos al por Mayor

Nivel general (índice, base: 1993 = 100)

Años	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Prom
1995	103,24	103,64	103,02	106,47	106,60	106,93	107,33	107,66	107,68	107,56	107,37	107,73	106,27
1996	107,97	107,86	108,70	110,32	110,57	109,74	109,61	109,27	110,52	110,97	110,10	109,95	109,63
1997	110,35	110,16	109,84	109,36	110,05	109,61	109,20	109,88	110,02	109,89	109,66	108,94	109,75
1998	107,56	107,94	107,66	107,76	107,53	107,53	107,05	106,53	105,41	104,27	103,30	102,12	106,22
1999	101,66	100,82	101,03	102,01	101,97	101,88	102,07	102,33	103,19	103,07	102,85	103,35	102,19
2000	104,59	105,50	106,04	104,75	105,85	106,41	106,26	106,45	107,74	107,96	107,83	105,83	106,27
2001	105,87	105,99	105,29	105,09	105,17	104,70	104,33	103,82	103,37	101,82	100,40	100,22	103,84
2002	106,60	119,74	134,80	161,64	181,57	197,08	206,24	216,64	221,92	223,02	219,32	218,44	183,76
2003	219,36	220,21	218,70	214,70	213,33	213,04	212,96	215,87	215,50	216,65	218,90	222,71	216,83
2004	221,96	225,05	226,03	227,84	230,77	231,29	233,41	239,06	239,62	241,02	238,15	240,23	232,87
2005	237,93	240,46	245,20	248,78	248,60	249,19	252,31	255,46	260,29	263,22	263,43	265,86	252,56
2006	269,47	273,66	271,96	275,90	277,00	279,23	281,22	283,03	282,29	283,46	283,73	284,85	278,82
2007	285,85	288,22	290,02	295,04	299,62	305,45	312,38	314,76	317,99	320,92	324,28	326,32	306,74
2008	328,90	331,95	335,66	339,80	343,43	347,54	350,17	353,09	355,06	357,02	356,03	355,10	346,15
2009	354,81	355,31	359,38	361,08	362,80	366,90	371,47	375,34	379,18	382,69	386,72	391,56	370,60
2010	396,84	402,94	409,06	413,79	418,79	423,88	427,98	432,25	436,28	440,23	444,38	448,57	424,58
2011	453,48	457,71	462,10	466,74	471,54	476,92	481,72	486,61	491,60	496,08	500,81	505,42	479,22
2012	510,26	515,42											

Nacional (índice, base: 1993 = 100)

Años	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Prom
1995	102,84	103,25	102,47	105,83	106,03	106,36	106,90	107,23	107,273	107,25	107,03	107,39	105,82
1996	107,66	107,62	108,58	110,34	110,67	109,84	109,76	109,47	110,88	111,41	110,43	110,32	109,75
1997	110,75	110,51	110,27	109,77	110,44	110,00	109,53	110,33	110,54	110,45	110,28	109,51	110,20
1998	108,04	108,45	108,16	108,29	108,12	108,15	107,85	107,15	106,02	104,84	103,87	102,60	106,80
1999	102,14	101,27	101,55	102,64	102,66	102,58	102,79	103,10	103,99	103,84	103,57	104,08	102,85
2000	105,36	106,34	106,92	105,54	106,74	107,36	107,26	107,52	108,89	109,15	109,02	106,89	107,25
2001	106,90	107,04	106,32	106,05	106,28	105,80	105,30	104,84	104,35	102,71	101,21	101,09	104,82
2002	106,84	117,99	131,55	156,76	175,68	191,24	200,78	211,23	217,10	218,08	214,96	214,27	179,70
2003	216,00	217,15	215,84	212,24	211,40	211,32	211,62	214,32	213,81	215,25	217,62	221,30	214,83
2004	220,55	223,71	224,72	226,85	229,58	229,79	232,09	237,78	238,49	240,04	236,85	238,86	231,61
2005	236,47	239,38	244,30	248,28	248,13	249,07	252,46	255,85	261,11	263,92	263,88	266,37	252,44
2006	270,11	274,32	272,46	276,54	277,37	279,26	281,36	283,31	282,38	283,56	284,03	285,18	279,16
2007	286,16	288,52	290,29	295,28	299,93	305,88	313,01	315,15	318,52	321,32	324,90	326,98	307,16
2008	329,57	332,21	335,75	339,22	342,62	346,86	349,35	352,46	354,55	356,51	355,27	354,58	345,75
2009	354,75	355,88	360,07	362,22	364,03	368,46	373,04	376,99	380,78	384,52	388,68	394,10	371,96
2010	399,15	405,67	411,49	416,28	421,37	426,81	431,21	435,83	440,04	443,84	448,04	452,16	427,66
2011	457,16	461,23	465,74	470,58	475,61	481,10	486,01	491,07	496,20	501,09	505,98	510,70	483,53
2012	515,70	521,11											

Importado (índice, base: 1993 = 100)

Años	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Prom
1995	108,28	108,55	109,97	114,57	113,90	114,18	112,77	113,06	112,85	111,40	111,69	112,08	111,94
1996	111,93	110,97	110,27	110,14	109,34	108,50	107,60	106,81	105,98	105,46	106,01	105,17	108,18
1997	105,34	105,71	104,38	104,75	105,07	104,69	104,10	104,70	103,28	102,74	101,73	101,64	104,01
1998	101,48	101,39	101,30	100,94	99,99	99,75	99,04	98,64	97,71	96,87	96,09	95,96	99,10
1999	95,48	95,01	94,47	94,04	93,14	93,02	92,96	92,48	93,01	93,21	93,66	94,17	93,72
2000	94,83	94,79	94,80	94,60	94,58	94,26	93,59	92,79	93,05	92,79	92,80	92,34	93,77
2001	92,86	92,64	92,14	92,78	91,05	90,67	92,06	90,82	90,92	90,44	90,07	89,14	91,30
2002	103,55	141,94	176,18	223,72	256,57	271,51	275,75	285,46	283,32	285,84	274,75	271,46	237,50
2003	262,09	259,09	255,13	245,98	237,95	234,88	230,02	235,67	236,92	234,46	234,51	240,56	242,27
2004	239,93	242,06	242,69	240,50	245,81	250,36	250,19	255,45	253,97	253,49	254,62	257,74	248,90
2005	256,59	254,24	256,65	255,20	254,59	250,72	250,40	250,42	249,83	254,40	257,73	259,43	254,18
2006	261,35	265,27	265,62	267,82	272,34	278,85	279,50	279,35	281,23	282,19	279,90	280,69	274,51
2007	281,93	284,41	286,57	291,98	295,70	299,98	304,40	309,78	311,14	315,83	316,32	317,87	301,33
2008	320,28	328,64	334,52	347,15	353,71	356,28	360,50	361,09	361,59	363,45	365,71	361,85	351,23
2009	355,60	348,08	350,62	346,55	347,18	347,10	351,54	354,43	358,92	359,45	361,80	359,27	353,38
2010	367,41	368,20	378,05	382,10	386,01	386,64	386,86	386,81	388,44	394,26	397,75	402,94	385,46
2011	406,69	412,96	415,82	417,49	420,92	423,80	427,19	429,83	433,06	432,36	435,06	438,15	424,44
2012	441,02	442,96											

Anexo 5. IPIB: Indice de Precios Internos Básicos al por Mayor

Nivel general (índice, base: 1993 = 100)

Años	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Prom
1995	103,74	104,15	103,53	104,34	104,48	104,86	105,27	105,59	105,63	105,50	105,32	105,68	104,84
1996	105,92	105,75	106,57	108,25	108,51	107,81	107,68	107,35	108,32	107,24	106,36	106,21	107,17
1997	106,52	106,33	106,01	105,53	106,22	105,78	105,30	106,04	106,18	106,05	105,81	105,08	105,90
1998	103,70	104,08	103,80	103,90	103,67	103,68	104,20	103,54	102,37	101,17	100,17	98,93	102,77
1999	98,44	97,58	97,81	98,81	98,75	98,68	98,88	99,12	100,03	99,90	99,63	100,12	98,98
2000	100,66	101,59	102,16	100,86	101,97	102,54	102,38	102,57	103,91	104,17	104,07	102,03	102,41
2001	102,07	102,29	101,62	101,41	101,75	101,31	101,03	100,50	99,41	97,85	96,45	96,24	100,16
2002	102,77	116,07	131,41	157,68	177,88	193,68	202,81	212,85	218,35	219,40	217,12	218,17	180,68
2003	218,29	217,42	215,73	211,60	210,21	209,84	209,42	212,42	211,98	213,27	215,60	219,51	213,77
2004	218,74	221,87	222,82	224,51	227,45	227,94	229,83	235,53	236,09	237,43	234,50	236,37	229,42
2005	233,93	236,55	241,44	245,02	244,95	245,63	248,86	252,06	256,95	259,98	260,25	262,69	249,03
2006	266,39	270,67	268,94	272,95	274,03	276,25	278,31	280,14	279,44	280,79	281,23	282,37	275,96
2007	283,36	285,73	287,54	292,69	297,35	303,25	310,25	316,62	320,92	324,91	327,56	329,28	306,62
2008	334,04	339,05	343,01	345,80	349,37	353,30	354,90	356,92	358,39	357,92	355,87	354,45	350,25
2009	356,18	356,79	360,50	363,17	365,55	369,99	373,83	377,95	381,48	385,46	389,62	395,13	372,97
2010	400,60	406,20	411,58	416,09	421,08	426,10	430,56	436,62	441,13	446,26	452,40	457,03	428,80
2011	462,89	467,08	469,71	474,19	478,58	484,04	488,76	493,62	498,75	502,39	506,87	510,03	486,41
2012	516,17	521,82											

Nacional (índice, base: 1993 = 100)

Años	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Prom
1995	103,36	103,78	103,00	103,73	104,90	104,32	104,87	105,20	105,26	105,24	105,02	105,38	104,42
1996	105,65	105,54	106,48	108,29	108,64	107,93	107,86	107,57	108,68	107,55	106,56	106,46	107,27
1997	106,79	106,55	106,31	105,76	106,48	106,04	105,56	106,37	106,18	106,49	106,31	105,53	106,20
1998	104,05	104,46	104,17	104,30	104,13	104,16	104,77	104,08	102,90	101,65	100,64	99,32	103,22
1999	98,83	97,94	98,22	99,34	99,35	99,29	99,50	99,80	100,74	100,58	100,25	100,74	99,55
2000	101,28	102,30	102,91	101,51	102,72	103,36	103,24	103,52	104,94	105,24	105,13	102,96	103,26
2001	102,96	103,22	102,54	102,26	102,69	102,22	101,81	101,34	100,15	98,50	96,99	96,84	100,96
2002	102,78	116,07	131,41	157,68	177,88	193,68	202,81	212,85	218,35	219,40	217,12	218,17	180,68
2003	214,83	214,33	212,83	209,10	208,23	208,08	208,00	210,78	210,22	211,81	214,32	218,06	211,72
2004	217,27	220,48	221,46	223,46	226,21	226,38	228,44	234,18	234,90	236,39	233,14	234,91	228,10
2005	232,37	235,39	240,48	244,47	244,44	245,48	248,99	252,45	257,77	260,67	260,69	263,19	248,87
2006	267,04	271,35	269,46	273,62	274,44	276,31	278,48	280,47	279,56	280,94	281,59	282,78	276,34
2007	283,75	286,12	287,90	293,05	297,79	303,83	311,04	317,49	322,03	325,96	328,79	330,52	307,36
2008	335,47	340,23	344,04	346,06	349,40	353,45	354,85	356,99	358,53	357,88	355,47	354,24	350,55
2009	356,62	357,88	361,68	364,83	367,36	372,16	375,95	380,18	383,65	387,93	392,24	398,39	374,91
2010	403,67	409,66	414,69	419,24	424,32	429,68	434,48	441,04	445,79	450,86	457,21	461,79	431,05
2011	467,83	471,88	474,49	479,21	483,68	489,34	494,16	499,21	504,50	508,47	513,08	516,23	491,84
2012	522,65	528,61											

Importado (índice, base: 1993 = 100)

Años	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Prom
1995	108,42	108,67	110,07	111,87	111,22	111,48	110,10	110,39	110,18	108,76	109,05	109,42	109,97
1996	109,28	108,34	107,61	107,69	106,91	106,34	105,45	104,68	103,87	103,35	103,88	103,05	105,87
1997	103,23	103,59	102,29	102,65	102,96	102,59	102,01	101,96	101,18	100,65	99,66	99,58	101,86
1998	99,42	99,33	99,25	98,90	97,97	97,73	97,22	96,84	95,86	95,12	94,29	94,15	97,17
1999	93,63	93,18	92,70	92,24	91,36	91,25	91,19	90,71	91,27	91,44	91,89	92,37	91,94
2000	92,95	92,91	92,93	92,73	92,68	92,41	91,72	90,94	91,21	90,98	90,98	90,52	91,91
2001	91,06	90,81	90,30	90,99	90,12	89,98	91,39	90,15	90,27	89,79	89,70	88,77	90,28
2002	103,01	140,81	174,48	221,21	253,50	268,66	272,87	282,27	280,07	282,26	272,87	271,84	235,32
2003	260,97	255,62	251,61	242,55	234,66	231,68	226,95	232,61	233,80	231,39	231,51	237,49	239,24
2004	236,87	239,01	239,58	237,50	242,76	247,28	247,05	252,23	250,77	250,28	251,31	254,38	245,75
2005	253,28	250,88	253,29	251,86	251,27	247,49	247,20	247,24	246,72	251,50	254,79	256,48	251,00
2006	258,38	262,20	262,56	264,70	269,07	275,49	276,11	276,04	277,92	278,92	276,72	277,41	271,29
2007	278,48	280,96	283,12	288,27	291,87	296,07	300,50	305,86	307,12	311,88	312,41	313,98	297,59
2008	316,34	324,47	330,28	342,57	348,95	351,49	355,52	356,06	356,69	358,52	360,86	356,99	346,56
2009	350,77	343,38	345,94	342,71	343,22	343,11	347,57	350,34	354,62	355,01	357,26	354,84	349,06
2010	362,60	363,40	373,13	377,16	381,03	381,79	382,03	382,00	383,60	389,43	392,95	398,15	379,80
2011	401,80	407,77	410,55	412,19	415,58	418,55	421,99	424,61	427,65	427,26	430,02	433,31	419,28
2012	436,05	437,92											

Anexo 6. IPP: Indice de Precios Básicos del Productor

Nivel general (índice, base: 1993 = 100)

Años	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Prom
1995	103,83	104,11	103,16	103,76	103,99	104,51	105,21	105,55	105,63	105,64	105,46	105,79	104,72
1996	106,27	106,10	106,96	109,06	109,44	108,50	108,28	108,02	109,17	107,97	106,95	106,94	107,81
1997	107,30	106,98	106,90	106,32	107,03	106,36	105,72	106,50	106,90	106,93	106,95	106,03	106,66
1998	104,42	104,73	104,26	104,10	104,05	103,92	104,42	103,54	102,49	101,40	100,50	99,15	103,08
1999	98,56	97,44	97,50	98,58	98,63	98,49	98,65	99,17	100,21	100,08	99,66	100,20	98,93
2000	100,86	101,83	102,33	100,88	102,06	102,58	102,37	102,64	104,08	104,36	104,44	102,54	102,58
2001	102,49	102,54	101,73	101,37	101,83	101,56	101,56	101,04	99,81	98,16	96,97	96,81	100,49
2002	103,06	114,44	129,48	154,56	174,27	190,84	201,18	211,47	217,43	218,32	216,76	217,73	179,13
2003	217,84	217,32	215,26	211,24	210,47	210,07	209,62	212,36	212,36	214,74	217,87	221,93	214,26
2004	221,21	224,42	225,49	227,41	229,88	229,08	230,32	235,63	236,59	237,96	234,55	236,89	230,79
2005	233,81	236,70	242,45	245,90	245,78	246,88	250,60	253,80	258,67	261,56	261,48	264,28	250,16
2006	267,87	272,45	270,43	274,65	275,61	277,60	279,59	281,55	280,94	282,85	284,13	285,66	277,78
2007	286,33	288,52	290,01	295,13	299,70	305,85	313,52	320,82	326,17	330,78	333,80	335,90	310,54
2008	341,48	346,56	350,61	353,40	356,62	360,78	361,52	361,18	361,94	360,02	356,83	355,09	355,50
2009	358,05	359,44	362,87	367,35	371,31	376,56	379,42	383,47	386,98	391,23	395,63	401,75	377,84
2010	406,47	411,61	415,36	420,00	424,97	430,19	435,64	443,18	448,34	454,32	461,19	466,17	428,75
2011	473,08	477,23	478,69	483,43	487,32	429,97	497,71	502,64	507,83	511,24	515,57	517,92	495,47
2012	525,43	531,99											

Anexo 7. Indice del Costo de la Construcción en el Gran Buenos Aires

Nivel General (índice, base: 1993 = 100)

Años	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Prom
1995	103,0	103,8	105,8	106,0	105,9	105,8	105,5	105,2	104,2	103,8	103,2	103,0	104,6
1996	102,7	102,2	102,1	101,9	101,9	101,9	98,7	98,3	98,1	98,0	97,7	97,8	100,1
1997	97,7	97,9	98,0	98,1	98,4	98,6	99,0	99,3	99,3	99,2	99,0	98,9	98,6
1998	98,6	98,7	98,9	98,9	98,8	98,6	98,4	98,5	98,4	98,4	98,8	98,9	98,7
1999	98,9	99,2	99,4	99,1	99,2	99,1	99,1	98,7	98,5	98,4	98,5	98,6	98,9
2000	98,3	98,2	98,2	97,7	97,6	97,5	97,0	96,7	96,4	96,1	95,8	95,5	97,1
2001	95,5	95,5	97,1	97,1	96,9	96,6	96,4	95,7	95,3	95,2	95,2	95,0	96,0
2002	97,6	103,0	107,4	114,4	119,6	123,9	127,6	130,2	132,3	133,3	134,0	134,2	121,4
2003	135,7	135,7	136,3	133,6	137,5	137,6	138,7	140,9	142,6	144,1	145,8	147,7	139,7
2004	151,0	154,1	156,2	157,7	159,1	160,2	160,9	161,8	162,2	163,5	164,2	165,1	159,7
2005	169,8	170,5	176,7	180,5	181,9	182,5	183,2	184,8	185,9	192,8	197,6	199,6	183,8
2006	201,4	203,9	206,7	208,9	219,1	223,9	223,9	225,9	231,2	232,7	234,8	235,6	220,7
2007	242,6	244,0	246,0	249,0	259,8	263,7	271,3	274,1	282,4	282,7	285,8	286,1	265,0
2008	288,4	289,9	291,5	303,3	310,6	310,8	321,9	322,0	326,6	327,7	329,2	329,0	312,6
2009	330,1	330,2	331,1	331,4	340,0	345,1	348,4	350,4	352,0	362,2	364,4	365,0	345,9
2010	368,1	376,0	378,4	385,7	400,7	403,6	406,7	417,5	420,1	421,9	424,9	443,4	403,9
2011	450,9	459,0	457,6	477,4	478,0	475,4	483,9	496,2	502,0	505,9	513,2	519,3	484,9
2012	544,9	549,2											

Materiales (índice, base: 1993 = 100)

Años	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Prom
1995	102,6	102,9	103,2	103,5	103,6	103,8	103,7	103,7	103,6	103,4	103,0	103,0	103,3
1996	102,8	102,6	102,3	102,3	102,4	102,3	102,2	102,0	101,9	101,9	101,8	101,7	102,2
1997	101,8	101,9	101,9	101,7	101,7	101,6	101,7	101,7	101,7	101,8	101,8	101,8	101,8
1998	101,6	101,6	101,6	101,4	101,4	101,2	101,2	101,3	101,2	101,1	101,0	100,9	101,3
1999	100,9	100,7	100,7	100,7	100,6	100,5	100,5	100,4	100,2	100,1	100,1	100,2	100,5
2000	100,2	100,0	100,0	99,4	99,4	99,3	99,0	98,8	98,8	98,6	98,4	98,3	99,2
2001	98,3	98,1	98,0	97,9	97,9	97,7	97,7	97,2	97,2	97,1	96,9	96,5	97,5
2002	101,8	113,4	122,4	136,2	146,3	153,5	158,9	161,7	164,2	166,3	167,6	167,9	146,7
2003	167,3	167,1	167,5	167,6	167,5	167,7	167,9	169,2	170,6	170,9	172,5	174,4	169,2
2004	175,5	178,6	182,6	185,7	188,8	191,6	193,1	194,9	195,6	197,5	198,9	200,2	190,3
2005	202,5	204,3	206,4	207,8	209,4	210,2	211,2	212,8	214,0	215,9	219,0	221,1	211,2
2006	223,6	226,3	229,5	233,2	241,6	244,0	246,3	248,0	249,3	251,7	253,4	254,0	241,7
2007	257,7	259,3	263,4	268,3	273,3	278,9	284,8	289,3	293,8	298,2	302,2	306,2	281,3
2008	309,6	312,1	314,9	320,6	325,5	330,4	334,1	337,3	339,4	340,3	342,0	341,7	329,0
2009	342,3	342,4	344,0	344,9	346,0	347,3	349,2	352,5	355,4	358,3	360,9	362,4	350,5
2010	365,4	369,5	373,5	376,9	380,7	384,6	388,1	391,3	394,5	398,2	401,9	405,6	385,8
2011	408,9	412,2	415,7	419,2	423,2	427,6	431,8	436,3	440,3	444,7	449,3	454,0	430,3
2012	458,7	464,1											

Indice del Costo de la Construcción *(continuación)*

Mano de obra (índice, base: 1993 = 100)

Años	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Prom
1995	103,4	104,7	108,6	108,6	108,4	108,1	107,8	107,3	105,5	104,8	103,8	103,6	106,2
1996	103,1	102,1	102,1	101,9	101,8	101,6	95,0	94,3	94,1	93,8	93,7	93,8	98,1
1997	93,7	93,9	94,2	94,6	95,1	95,5	96,6	97,2	97,1	96,8	96,2	96,1	95,6
1998	95,6	95,8	96,2	96,3	96,3	96,1	95,7	95,7	95,7	95,6	96,6	96,8	98,6
1999	96,8	97,5	97,8	97,3	97,7	97,4	97,5	96,9	96,7	96,5	96,7	96,8	97,1
2000	96,3	96,2	96,2	95,9	95,5	95,3	94,5	94,2	93,7	93,3	92,8	92,3	94,7
2001	92,3	92,4	96,0	96,1	95,7	95,3	94,7	93,9	93,1	92,9	93,3	93,2	94,1
2002	93,1	93,2	93,5	94,1	94,4	94,6	100,0	101,3	102,6	102,0	102,4	102,8	97,9
2003	106,2	105,9	106,7	105,0	108,7	108,7	110,8	114,2	116,2	119,0	121,0	123,2	112,1
2004	128,9	132,3	132,7	132,7	132,6	132,1	131,8	131,9	131,9	132,6	132,6	132,9	132,1
2005	140,0	139,3	149,9	156,3	157,8	158,0	158,4	159,8	160,9	173,5	180,4	182,4	159,7
2006	183,7	186,1	188,7	189,8	202,8	210,1	207,7	210,2	220,0	220,6	223,2	224,2	205,6
2007	235,4	235,3	235,2	236,3	254,0	255,8	265,8	262,4	274,8	275,5	278,1	275,0	256,4
2008	275,6	275,8	276,1	294,5	304,7	300,2	318,2	315,1	322,3	323,9	324,9	324,5	304,7
2009	326,0	325,8	325,4	324,8	340,6	351,0	355,6	356,0	356,4	374,6	376,3	376,1	349,1
2010	379,4	391,5	392,2	403,6	430,4	432,2	435,1	453,9	455,9	454,4	456,6	490,4	431,3
2011	501,0	514,1	507,7	543,8	540,3	531,0	543,0	564,1	569,7	572,9	584,0	588,0	546,6
2012	633,7	635,4											

Gastos generales (índice, base: 1993 = 100)

Años	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Prom
1995	102,7	103,2	105,4	105,4	104,9	104,0	102,6	101,8	100,6	100,4	99,8	99,6	102,5
1996	99,5	99,9	99,6	99,3	99,6	99,7	99,8	99,3	99,2	98,8	97,5	97,2	99,1
1997	97,1	97,6	97,7	97,9	97,6	97,5	97,4	97,8	97,8	97,9	98,5	99,0	97,8
1998	98,9	98,9	98,9	99,0	98,3	98,2	98,3	98,2	98,2	98,3	98,9	99,1	98,6
1999	99,4	100,3	100,8	100,5	100,1	100,2	100,2	99,5	99,3	99,0	99,2	99,2	99,8
2000	98,9	98,9	98,9	98,8	99,1	99,1	99,0	98,3	97,9	97,7	97,8	97,5	98,5
2001	97,8	97,7	97,8	97,4	97,6	97,8	98,3	97,8	97,6	97,3	96,7	96,7	97,5
2002	98,1	99,5	100,2	105,0	107,1	110,0	115,0	118,3	120,0	120,5	121,0	121,1	111,3
2003	123,8	125,0	126,7	126,7	129,4	130,0	130,5	130,9	131,8	133,1	133,9	134,8	129,7
2004	136,6	138,8	139,0	140,2	140,7	141,2	142,5	142,8	144,2	144,9	145,8	147,3	142,0
2005	152,4	154,2	159,1	162,4	163,0	163,8	164,8	167,0	167,3	170,6	173,5	175,0	164,4
2006	175,7	177,4	179,7	179,7	184,7	189,2	188,6	190,3	193,4	194,2	195,5	196,8	187,1
2007	198,9	207,5	209,7	211,3	217,5	223,3	227,9	229,2	229,5	237,4	238,1	235,9	222,2
2008	242,5	244,8	246,7	256,0	261,1	261,1	274,7	275,6	279,6	280,1	281,6	283,5	265,6
2009	285,7	287,6	291,8	293,4	304,2	301,6	305,0	307,9	309,7	315,5	318,7	319,1	303,4
2010	321,9	327,5	330,5	336,1	348,6	352,5	353,7	363,5	365,5	374,8	379,5	395,3	354,1
2011	408,8	415,9	414,9	435,3	440,2	434,6	447,4	455,7	472,6	476,7	478,6	504,4	448,8
2012	534,7	547,1											

Anexo 8. Producción de hierro primario, acero crudo y laminados

(en miles de toneladas)

Período	Hierro primario			Acero crudo	Laminados terminados en caliente			Laminados en frío
	Total	Arrabio	Hierro esponja		Total	No planos[1]	Planos[2]	Planos[3]
93	2.140,2	984,2	1.156,0	2.869,9	2.862,4	1.597,4	1.265,0	780,2
94	2.658,1	1.388,9	1.269,2	3.274,2	3.421,3	1.793,9	1.627,4	1.078,6
1995	2.896,1	1.568,5	1.327,6	3.568,8	3.684,1	1.892,9	1.791,2	1.168,6
96	3.387,9	1.965,8	1.422,1	4.064,6	4.026,2	2.023,4	2.002,8	1.222,0
97	3.576,0	2.079,7	1.496,3	4.157,7	4.258,1	2.114,0	2.144,1	1.303,2
98	3.659,8	2.121,6	1.538,2	4.201,9	4,131,0	1.978,3	2.152,7	1.322,8
99	2.974,3	1.985,3	989,0	3.805,2	3.787,7	1.586,2	2.201,5	1.408,3
2000	3.602,1	2.182,4	1.419,7	4.472,0	4.174,3	1.903,3	2.271,0	1.351,0
01	3.192,8	1.916,5	1.276,3	4.106,9	3.858,8	1.812,0	2.046,8	1.237,8
02	3.649,6	2.180,0	1.475,6	4.356,0	3.821,0	1.726,5	2.094,5	1.318,9
03	4.140,4	2.404,0	1.736,3	5.033,2	4.679,8	2.039,7	2.640,2	1.555,8
04	4.147,4	2.392,1	1.755,3	5.125,1	4.803,1	2.351,7	2.451,4	1.435,2
2005	4.466,5	2.645,6	1.820,9	5.385,6	4.932,4	2.354,7	2.577,7	1.443,2
06	4.427,5	2.482,1	1.945,3	5.532,7	5.308,2	2.528,9	2.779,6	1.406,3
07	4.389,1	2.589,1	1.799,9	5.387,1	5.163,0	2.445,7	2.727,4	1.562,0
08	4.428,2	2.581,2	1.847,1	5.541,4	5.210,6	2.657,3	2.553,6	1.434,6
09	2.849,0	2.041,6	807,5	4.013,2	3.746,9	1.760,3	1.990,5	1.240,8
2010	4.098,5	2.532,4	1.566,1	5.138,5	5.045,9	2.389,5	2.656,3	1.491,1
11	4.470,9	2.800,0	1.670,3	5.610,0	5.376,7	2.644,0	2.734,6	1.467,7
Ene-Feb 11	734,8	457,7	277,1	801,9	790,5	348,9	441,5	299,9
Ene-Feb 12	800,1	459,6	340,5	846,8	661,0	341,2	319,9	216,6

[1] Incluye tubos sin costura. [2] Incluye la producción total de chapas y flejes laminados en caliente, incluyendo la producción destinada a la relaminación de chapas y flejes en frío. [3] Cifras no sumables a la producción de laminados planos en términos de laminados en caliente. Fuente: CIS.

Anexo 9. Producción de Petróleo, Gas natural y Energía eléctrica

Años	Petróleo (miles de m³)	Gas (millones de m³)	Energía Eléctrica[1] (GWh)
1985	26.675	19.113	41.463
86	25.179	19.246	44.988
87	24.857	19.168	48.037
88	26.123	22.734	48.471
89	26.713	24.207	46.440
1990	28.004	23.018	47.265
91	28.620	24.643	50.138
92	32.246	25.043	52.204
93	34.468	26.663	55.183
94	38.733	27.699	59.461
1995	41.739	30.443	61.020
96	45.570	34.648	64.297
97	48.403	37.074	69.290
98	49.148	38.630	70.780
99	46.508	42.425	75.554
2000	44.763	45.194	76.920
01	45.366	48.131	78.164
02	43.864	46.519	76.666
03	42.966	51.008	83.027
04	40.508	52.206	88.524
2005	38.593	51.329	93.753
06	38.249	51.606	99.002
07	37.202	50.891	106.751
08	36.523	50.271	112.993
09	36.152	48.418	110.988
2010	35.359	47.104	117.285
11	33.218	45.522	123.313

[1] Generación Bruta para Consumo Público, no incluye importación ni autoproducción. Fuente: Secretaría de Energía y Secretaría de Programación Económica.

Anexo 10. Balanza comercial argentina

(en millones de dólares corrientes)

Años	Exportación	Importación	Saldo
1985	8.396	3.814	4.582
86	5.852	4.724	1.128
87	6.360	5.818	542
88	9.135	5.322	3.813
89	9.579	4.203	5.376
1990	12.353	4.077	8.276
91	11.978	8.275	3.703
92	12.235	14.872	-2.637
93	13.118	16.784	-3.666
94	15.839	21.590	-5.751
1995	20.963	20.122	841
96	23.811	23.762	49
97	26.431	30.450	-4.019
98	26.434	31.377	-4.944
99	23.309	25.508	-2.200
2000	26.341	25.280	1.061
01	26.543	20.320	6.223
02	25.651	8.990	16.661
03	29.939	13.851	16.088
04	34.550	22.445	12.105
2005	40.352	28.689	11.663
06	46.456	34.151	12.306
07	55.933	44.780	11.154
08	70.589	57.413	13.176
09	55.669	38.781	16.888
2010	68.500	56.443	12.057
11	84.720	73.923	10.347
Ene-Feb 11	10.799	9.678	1.121
Ene-Feb 12	12.007	10.115	1.892

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Anexo 11. Producción de productos agrícolas

(en miles de toneladas)

Campaña	Trigo	Maíz	Sorgo	Soja	Girasol
1985-86	8.700	12.100	4.000	7.100	4.100
86-87	8.700	9.250	2.997	6.700	2.200
87-88	9.000	9.200	3.200	9.900	2.915
88-89	8.540	4.900	1.500	6.500	3.200
89-90	10.000	5.400	2.050	10.700	3.900
1990-91	10.992	7.685	2.252	10.862	4.034
91-92	9.884	10.701	2.767	11.310	3.408
92-93	9.874	10.901	2.860	11.045	2.956
93-94	9.659	10.360	2.148	11.720	4.095
94-95	11.306	11.404	1.650	12.134	5.800
1995-96	9.445	10.518	2.132	12.448	5.558
96-97	15.914	15.536	2.499	11.000	5.450
97-98	15.000	19.360	3.762	18.732	5.600
98-99	12.400	13.500	3.222	20.000	7.100
99-00	15.300	16.800	3.350	20.136	6.070
2000-01	15.960	15.359	2.906	26.881	3.179
01-02	15.292	14.712	2.847	30.000	3.844
02-03	12.301	15.045	2.685	34.819	3.714
03-04	14.563	14.951	2.165	31.577	3.161
04-05	15.960	20.483	2.894	38.300	3.662
2005-06	12.593	14.446	2.328	40.537	3.760
06-07	14.548	21.755	2.795	47.483	3.498
07-08	16.348	22.017	2.937	46.238	4.650
08-09	8.373	13.121	1.805	30.993	2.483
09-10	8.751	22.677	3.629	52.677	2.221
2010-11	14.698				3.563

Fuente: Secretaría de Agricultura, Ganadería, Alimentación, Pesca y Secretaría de Programación Económica.

Anexo 12. Faena total de vacunos

Años	Miles de cabezas	Miles de toneladas
1985	14.051	2.848
86	14.489	3.023
87	12.538	2.574
88	11.860	2.506
89	12.210	2.559
1990	13.424	3.007
91	13.818	2.918
92	12.824	2.784
93	13.217	2.808
94	13.200	2.783
1995	12.857	2.688
96	12.917	2.694
97	12.795	2.712
98	11.268	2.469
99	12.145	2.720
2000	12.400	2.718
01	11.587	2.489
02	11.499	2.526
03	12.532	2.664
04	14.332	3.032
2005	14.350	3.148
06	13.415	3.037
07	14.956	3.224
08	14.660	3.132
09	16.053	3.378
2010	11.870	2.630
11	10.750	2.471

Fuente: Secretaría de Programación Económica.

Anexo 13. Oferta y demanda globales

(millones de pesos, a precios de 1993)

Concepto	PBI a precios de mercado	Importac. de Bienes y Servicios	Oferta y Demanda Globales	Consumo Privado	Consumo Público	Inversión Interna Bruta Fija	Exportac. de Bienes y Servicios	Discrepancia Estadística
2000	276.173	34.466	310.639	192.332	36.382	49.502	31.272	1.150
2001	263.997	29.659	293.656	181.290	35.629	41.750	32.129	2.858
2002	235.236	14.812	250.084	155.267	33.820	26.533	33.123	1.305
2003	256.023	20.376	276.399	167.951	34.314	36.659	35.108	2.367
2004	279.141	28.551	307.693	183.906	35.247	49.280	37.957	1.304
2005	304.764	34.301	339.065	200.317	37.403	60.458	43.083	-2.196
2006	330.565	39.575	370.140	215.882	39.365	71.438	46.242	-2.786
2007	359.170	47.685	406.855	235.241	42.341	81.187	50.446	-2.360
2008	383.444	54.406	437.850	250.629	45.261	88.553	51.030	2.378
2009	386.704	44.055	430.760	251.763	48.535	79.527	47.761	3.173
2010	422.130	59.024	481.154	274.396	53.097	96.409	54.734	2.517
2011	459.571	69.527	529.098	303.623	58.881	112.366	57.064	-2.837

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

Anexo 14. Dólares de Estados Unidos por Derechos Especiales de Giro (DEG)

(fin de período)

Años	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Prom
1995	1,4767	1,4944	1,5605	1,5730	1,5759	1,5688	1,5595	1,4925	1,5063	1,4946	1,4862	1,4865	1,5229
96	1,4517	1,4687	1,4612	1,4501	1,4422	1,4433	1,4655	1,4577	1,4394	1,4462	1,4446	1,4380	1,4507
97	1,3947	1,3849	1,3869	1,3655	1,3918	1,3881	1,3586	1,3636	1,3652	1,3836	1,3618	1,3493	1,3745
98	1,3454	1,3502	1,3359	1,3467	1,3354	1,3315	1,3295	1,3422	1,3713	1,4084	1,3802	1,4080	1,3571
99	1,3898	1,3656	1,3578	1,3512	1,3448	1,3359	1,3642	1,3699	1,3877	1,3807	1,3696	1,3725	1,3651
2000	1,3529	1,3393	1,3469	1,3192	1,3200	1,3373	1,3134	1,3048	1,2979	1,2793	1,2820	1,3029	1,3163
01	1,2978	1,2925	1,2607	1,2658	1,2542	1,2457	1,2587	1,2882	1,2890	1,2781	1,2661	1,2567	1,2711
02	1,2420	1,2416	1,2469	1,2677	1,2907	1,3305	1,3225	1,3275	1,3227	1,3216	1,3241	1,3595	1,2998
03	1,3765	1,3708	1,3738	1,3839	1,4199	1,4008	1,3919	1,3773	1,4298	1,4318	1,4488	1,4860	1,4076
04	1,4813	1,4801	1,4805	1,4518	1,4688	1,4662	1,4578	1,4607	1,4690	1,4988	1,5359	1,5530	1,4810
2005	1,5248	1,5320	1,5168	1,5168	1,4750	1,4566	1,4519	1,4598	1,4495	1,4458	1,4241	1,4293	1,4773
06	1,4454	1,4350	1,4409	1,4711	1,4942	1,4794	1,4839	1,4885	1,4764	1,4800	1,5077	1,5044	1,4712
07	1,4902	1,5047	1,5102	1,5242	1,5129	1,5156	1,5312	1,5326	1,5567	1,5719	1,5902	1,5803	1,5307
08	1,5953	1,6106	1,6445	1,6238	1,6207	1,6336	1,6209	1,5699	1,5572	1,4883	1,4880	1,5403	1,5801
09	1,5060	1,4674	1,4951	1,4978	1,5184	1,5522	1,5533	1,5661	1,5844	1,5899	1,6102	1,5677	1,5421
2010	1,5542	1,5326	1,5182	1,5111	1,4743	1,4789	1,5185	1,5089	1,5562	1,5718	1,5258	1,5400	1,5242
11	1,5619	1,5731	1,5855	1,6209	1,6007	1,6004	1,5990	1,60931	1,5616	1,5859	1,5515	1,5352	1,5830
12	1,5510	1,5560	1,5490										

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales. Fondo Monetario Internacional.

Anexo 15. Evolución de la cotización del ecu/euro

Promedio mensual ecus por dólar

Años	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Prom
1995	0,8059	0,7945	0,7593	0,7455	0,7566	0,7511	0,7436	0,7666	0,7759	0,7563	0,7554	0,7667	0,7648
1996	0,7741	0,7760	0,7804	0,7912	0,8021	0,7981	0,7870	0,7793	0,7880	0,7947	0,7831	0,7998	0,7878
1997	0,8222	0,8578	0,8697	0,8734	0,8701	0,8798	0,9050	0,9322	0,9092	0,8926	0,8777	0,8996	0,8824
1998	0,9194	0,9187	0,9222	0,9165	0,9017	0,9079	0,9112	0,9078	0,8665	0,8377	0,8588	0,8532	0,8935

Promedio mensual euros por dólar

Años	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Prom
1999	0,8615	0,8922	0,9189	0,9342	0,9409	0,9636	0,9659	0,9431	0,9523	0,9340	0,9673	0,9891	0,9386
2000	0,9865	1,0169	1,0370	1,0560	1,1038	1,0535	1,0642	1,1061	1,1466	1,1694	1,1677	1,1144	1,0852
2001	1,0658	1,0849	1,0995	1,1211	1,1440	1,1721	1,1619	1,1105	1,0976	1,1039	1,1257	1,1206	1,1173
2002	1,1321	1,1494	1,1418	1,1289	1,0905	1,0466	1,0079	1,0227	1,0196	1,0196	1,0082	0,9823	1,0626
2003	0,9416	0,9283	0,9256	0,9220	0,8645	0,8575	0,8794	0,8980	0,8915	0,8553	0,8548	0,8141	0,8858
2004	0,7929	0,7908	0,8156	0,8345	0,8329	0,8239	0,8154	0,8214	0,8185	0,7851	0,7522	0,7459	0,8024
2005	0,7623	0,7684	0,7575	0,7729	0,7878	0,8220	0,8308	0,8135	0,8159	0,8323	0,8485	0,8435	0,8046
2006	0,8262	0,8377	0,8319	0,8149	0,7831	0,7905	0,7884	0,7806	0,7857	0,7930	0,7763	0,7568	0,7971
2007	0,7693	0,7649	0,7552	0,7399	0,7401	0,7452	0,7291	0,7341	0,7196	0,7029	0,6810	0,6863	0,7306
2008	0,6794	0,6781	0,6440	0,6349	0,6428	0,6430	0,6341	0,6678	0,6959	0,7506	0,7854	0,7435	0,6833
2009	0,7553	0,7822	0,7663	0,7582	0,7326	0,7135	0,7098	0,7009	0,6867	0,6749	0,6705	0,6843	0,7196
2010	0,7007	0,7307	0,7370	0,7459	0,7959	0,8191	0,7831	0,7756	0,7653	0,7195	0,7320	0,7564	0,7551
2011	0,7485	0,7327	0,7143	0,6924	0,6969	0,6950	0,6993	0,6973	0,7273	0,7287	0,7379	0,7588	0,7191
2012	0,7749	0,7562	0,7575										

Cantidad de ejemplares: 1.000

Diseño, pre-impresión e impresión:
Carbonatto IDC
Ucrania 1841, Valentín Alsina, Buenos Aires
Tel./Fax: 4208 8454 / 4228 5136
www.carbonattoidc.com.ar
info@carbonattoidc.com.ar

Correo Argentino Central B	Tarifa reducida
	Concesión Nº 1839

TECHINT





