

Sumario

Página 1

Editorial:

Página 4

Reforma previsional. ¿El inicio de una nueva generación de reformas? (Primera parte)

Por Alfredo Iñiguez, Ramiro Manzanal y Rafael A. Selva

Página 14

Cuestiones financieras y cambiarias en un mundo ajetreado

Por Leonardo Perichinsky

Página 27

Estructura comercial de los Estados Unidos y posibles daños colaterales de la crisis

Por Germán Saller**Staff**DIRECTOR
Lic. Gerardo De SantisCONSEJO EDITORIAL
Lic. Alfredo Iñiguez
Dr. Pablo Lavarello
Lic. Leonardo Perichinsky
Lic. Miguel ZanabriaEQUIPO DE INVESTIGACIÓN
Lic. Germán Saller
Lic. Rafael Aristides Selva
Lic. Julián Barberis
Lic. Agustina Battistuzzi
Lic. Matías Mancini
Lic. Gonzalo PeñaÁREA DE PRENSA
Lic. Edgardo Corroccoli
Lic. Luciana Lanzi

Entrelíneas de la Política Económica

Editorial

La vuelta al sistema estatal de reparto de todas las jubilaciones es la primera reforma estructural del kirchnerismo, desde que gobierna el país. Pero no es sólo eso: se constituye también en la herramienta por la cual el gobierno parece recuperar la iniciativa, tras la crisis política desatada a raíz del conflicto por los derechos de exportación móviles y en medio de una crisis financiera internacional fenomenal.

La decisión sorprendió porque el gobierno venía de unos meses erráticos, envuelto en una agenda que no le era propia. Daba la sensación de que el conflicto con el campo había culminado en un golpe sin golpe. Muchos de quienes todavía creemos que el proceso iniciado el 25 de mayo de 2003 era un auspicioso punto de partida para instaurar un esquema de desarrollo auto-centrado evaluamos que el proceso destituyente lo había condicionado severamente.

Y lo que se podía ver era que el gobierno reflejaba la nueva correlación de fuerzas post-crisis del campo con un conjunto de medidas que respondían a los intereses de los sectores financieros: declaración de cancelación al contado de la deuda con el Club de París, reuniones patéticas con banqueros, que no tenían manera de saber -en el preciso momento en que se produjo la reunión en Buenos Aires para renegociar la deuda de los holdouts - si sus bancos de inversión seguían existiendo, si ya habían pasado a manos de otro banco, o del Estado, y si seguían manteniendo sus empleos. La ridiculez de esas reuniones fue el reflejo del desacierto de intentar volver a ser un "país emergente" en el medio del colapso de las formas de financiamiento del sistema financiero internacional.

Si embargo, el gobierno se desenvolvió de esa agenda, a partir de las evidencias que generaba la mayor crisis financiera de la historia del capitalismo - y reencausó el problema estructural de la seguridad social en la Argentina. Sin embargo, el colapso de las formas privadas de financiamiento en los países del Norte no se tradujo mecánicamente en el reemplazo del marco conceptual, y la emergencia de una nueva convención de política económica. El discurso keynesiano y la rehabilitación de la centralidad del Estado en la coordinación de la economía tarda de trasladarse de las necesidades de política pública al campo de las ideas, aún dominado por la convención del mercado auto-regulador.

A la lentitud del avance en el campo de las ideas, se suma en la Argentina la histórica permeabilidad de los sectores medios al discurso simple y efectivo de los grandes medios de comunicación y de la oposición. Esto explica, hoy en día, la dificultad de argumentar a favor de una propuesta como la eliminación de las AFJP, aún en ámbitos donde los intereses objetivos se corresponden con un régimen basado en la solidaridad intergeneracional. Los planteos de que "responde a una necesidad de caja", que estamos frente a un "saqueo", de que "se hace para robar", de que "es improvisado", entre otros, se deshacen al realizar un análisis serio sobre el tema, incluso si se considerara a todos los funcionarios del gobierno como ladrones.

No es posible lógicamente plantear la tesis del "Estado depredador" con independencia del modo de acumulación. El régimen de valorización financiera va más allá de las prebendas que el capital utiliza para instrumentar la transversión de los dirigentes

políticos (simbolizados superficialmente por las coimas del menemismo o los tapados de piel de María Julia, pero que se generalizó en forma mucho más sutil a los cuadros intelectuales y técnicos, incluyendo importantes pagos por consultorías de organismos internacionales durante la pasada década). Aún considerando la importancia de estas “compensaciones”, el objetivo de las políticas de los noventa no era financiar el consumo suntuario de los dirigentes y generar una frondosa casta de intelectuales orgánicos y periodistas del establishment. La transversión de los dirigentes e intelectuales era simplemente un medio. El fin era convertir a la Argentina -como al resto de los países periféricos- en un país emergente, que pospusiera eternamente un régimen basado en el endeudamiento mediante la generación de nuevos negocios para el capital financiero.

Sería imposible para el entendimiento suponer que fue casual la proliferación de gobiernos y funcionarios corruptos - todos a la vez- en la gran mayoría de los países periféricos del mundo. Cuestión que nuestra mediatizada clase media parece no poder dimensionar.

Intentando ir más allá de la superficie, la vuelta al sistema estatal de reparto apunta a la resolución de cuestiones fundamentales para una sociedad, independientemente de que algunos funcionarios puedan hacer una utilización personal de una parte de los fondos que vuelven al Estado. Lo que quedará es la resolución de un problema estructural básico de la sociedad, evitando la evaporación de los ahorros de los jubilados hoy colocada en activos financieros y la instauración de un régimen que se sustente en la mejora de los niveles y remuneraciones de empleo a partir de su reinyección como fuente de demanda efectiva.

Precisamente por la trascendencia del tema en cuestión, la primera de las notas de la presente edición de Entrelíneas realiza un análisis pormenorizado de las consecuencias que dejaron los catorce años de AFJP y los efectos para la sociedad de volver al esquema estatal de reparto de forma plena.

La segunda nota analiza cómo las autoridades están respondiendo a los efectos de este cambio estructural y a la crisis internacional en el plano monetario y financiero. Respuesta que combina medidas heterodoxas de control selectivo a la fuga de capitales con medidas ortodoxas basadas en subas desproporcionadas de tasas de interés.

Se sostiene que estas medidas obedecen a una cuestión transitoria más que permanente. De hecho, los bancos privados en los días de mayor demanda de dólares pagaban más tasa por los plazos fijos cortos que por los largos, lo cual induce a suponer que ven como una cuestión temporal la caída de depósitos. Si pensarán en un escenario de licuación de deudas, por devaluación por ejemplo, propiciarían los depósitos a largo plazo. Estos últimos fueron los únicos que cayeron, entre los plazos fijos, durante el mes de octubre.

A su vez se plantea que la autoridad monetaria en la Argentina tiene a su disposición todas las herramientas de política monetaria, lo cual es quizá el principal beneficio de no estar directamente afectados por la crisis financiera internacional.

La política monetaria en los países centrales ha demostrado ser poco efectiva frente a la entrada en recesión de Estados Unidos, Europa y Japón. Tardíamente las autoridades de estos países comienzan a plantear alternativas incipientes y muy acotadas de paliar la caída en la demanda efectiva que produce la actual crisis. En este sentido, la principal apuesta parece ser una política fiscal expansiva.

La Argentina se encuentra en buenas condiciones para avanzar en esta dirección. Aunque no parece reflejarse en las acciones de gobierno y en las actitudes de una

oposición autista frente al nuevo escenario.

Esa es la próxima gran batalla, que dependerá de la velocidad con que el gobierno entienda que es necesario impulsar el gasto público, manteniendo el superávit externo mediante un mayor grado de protección de la economía. También es imprescindible que las dirigencias empresariales comprendan que durante los próximos años no habrá otro espacio de valorización de sus capitales que el nacional y regional. Cuestiones que por el momento el gobierno solo ataca discursivamente, mientras la oposición sigue enfrascada en el carácter depredador del Estado.

Si bien es prematuro evaluar los posibles efectos del reciente paquete de medidas lanzado por el Gobierno, resulta claro que avanza en la dirección de promover mayor actividad económica y garantizar un techo para el desempleo. Estamos bastante curados de espanto con las inauguraciones de maquetas y mega anuncios de inversiones que nunca se convierten en infraestructura pública concreta. De la capacidad del gobierno de convertir sus anuncios en obras, en tiempo y forma depende en parte la capacidad de respuesta del modelo instaurado en el 2003 al nuevo escenario. En este momento del ciclo, resulta imprescindible que esos 71 mil millones de pesos que se volcarían a la obra pública sean una realidad. La complementación de estas medidas con tipos de cambios diferenciales y política industrial orientada a seleccionar sectores generadores y difusores de progreso técnico es clave para mantener los niveles de actividad y realizar el necesario cambio estructural. Frente a la crisis financiera internacional, los términos de intercambio están lejos de favorecer a una especialización basada en productos agroindustriales (si es que alguna vez la favorecieron).

Por último, seguimos analizando los efectos de la crisis financiera internacional. En esta oportunidad se intenta observar los posibles canales de transmisión de la crisis por el lado real, analizando las relaciones comerciales de Estados Unidos con el mundo. La tercera nota de esta revista avanza sobre este aspecto.

Reforma previsional. ¿El inicio de una nueva generación de reformas? (primera parte)

Por Alfredo Iñiguez, Ramiro Manzanal y Rafael A. Selva

La vuelta a un sistema único de previsión social tiene una dimensión insuficientemente abordada y que requiere un análisis profundo: el sistema jubilatorio es el instituto más importante del Estado conformado en el siglo XX y la vuelta a un régimen de reparto significa desandar un camino iniciado en los noventa que nunca debería haberse transitado. La presente nota se circunscribe al análisis de las consecuencias de la institución del régimen de capitalización, tanto en materia de cobertura como en cuanto a su impacto fiscal.

La vuelta a un sistema único de previsión social basado en un régimen de reparto, recientemente aprobada con amplia mayoría por el Congreso de la Nación, tiene una dimensión insuficientemente abordada y que requiere un análisis profundo.

El sistema jubilatorio es el instituto más importante del Estado democrático y social conformado en el siglo XX en gran parte de los países capitalistas. Es en gran medida lo que permitió hablar en el centro de Estado benefactor y de Estado desarrollista en los países periféricos.

Resolver sobre la forma en que el Estado interviene en materia de seguridad social significa marcar el sendero, hacer camino al andar, como diría el cantautor catalán. Lo fue cuando se reformó el sistema a principios de los noventa por uno mixto, que conjugaba un régimen público de reparto con uno de capitalización individual privado, y lo es ahora, cuando se resuelve reconstituir un único sistema previsional solidario y estatal. Así, y como para tomar posición desde el principio, la decisión y su posterior transformación en ley significan desandar un camino que nunca debería haberse transitado.

La reforma a este régimen de los '90 se circunscribe en el proceso de reformas que el Banco Mundial denominó de primera generación y que significaron un cambio muy profundo en las formas que asumía el Estado para regular las relaciones sociales y económicas. Si bien no formaba parte del decálogo de recomendaciones del Consenso de Washington es indudable que compartía su esencia, aunque conllevaba una aparente contradicción: su aplicación implicaba incumplir su regla más preciada, esto es, mantener las cuentas públicas equilibradas.

Para poder abarcar, al menos, las dimensiones más relevantes de esta reforma, nos proponemos dividir el estudio en dos notas sucesivas. La primera, que se presenta aquí, se circunscribe al análisis de las consecuencias de la institución del régimen de capitalización, tanto en materia de cobertura como en cuanto a su impacto fiscal.

En una segunda nota, abordaremos las implicancias en términos de la orientación de política y función del Estado que tiene esta medida y nos detendremos en los desafíos que están por venir en materia previsional.

El régimen de capitalización individual en estos años

En un contexto de profunda deslegitimación del Estado y de encumbramiento de todo lo que tuviese que ver con lo privado versus lo público en cuanto a la eficiencia en la administración de recursos, en septiembre de 1993¹, se sancionó la ley 24.241 que instituyó el régimen previsional basado en la capitalización individual como parte del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones.

Los argumentos esgrimidos en ese momento recorrieron desde la clásica noción de la ineficiencia del Estado para administrar los recursos provenientes de la Seguridad Social hasta la necesidad de fortalecer el modesto mercado de capitales vernáculo. La posibilidad de tener un seguimiento sobre el saldo existente en su Cuenta de Capitalización Individual, la oportunidad de realizar aportes voluntarios que permitiesen aumentar la jubilación y la alta rentabilidad prometida conformaban, entre otras, el amplio abanico de las ventajas postuladas que convertían, según sus mentores, a la capitalización individual en una panacea.

Sin embargo, los altos costos del sistema en términos de las elevadísimas comisiones que debían pagar los afiliados, la casi nula porción de la cartera destinada a proyectos de inversión y la baja proporción de afiliaciones voluntarias, entre otras causantes, daban cuenta de las fallas del régimen casi desde sus inicios.

Durante la agonía del régimen de convertibilidad y el estallido de la crisis de 2001 resultó evidente la necesidad de reestructurar el sistema, situación que comenzó a insinuarse en los últimos años. No obstante, la primera reforma de significación, que antecede a la actual eliminación del sistema de capitalización individual, llegó en el año 2007 a través de la ley 26.222. Esta ley estableció un tope máximo a la comisión por administración, eliminó la comisión del seguro sobre el aporte (a la que reemplazó por una cobertura mutual financiada a partir de la rentabilidad del fondo), eliminó la opción involuntaria por el régimen de capitalización redireccionando el flujo de trabajadores indecisos al régimen público de reparto y estableció un cronograma que fija un porcentaje mínimo creciente sobre el total del fondo destinado a inversiones en economía real (inciso q).

Si bien es cierto que estos cambios corrigieron algunos de los vicios del sistema, no es menos cierto que no resuelve el problema. El régimen de capitalización, quince años después de su implementación, no había dado ninguna respuesta satisfactoria en términos de las causas que motivaron su creación

Costos del Sistema

Desde la implementación del sistema, las AFJP cobraron en concepto de comisiones casi \$ 30.000 millones en valores nominales, tal como se puede ver en el Cuadro 1.

Entre 1994 y 2006 los afiliados a las AFJP debían pagar dos comisiones, una por administración y otra por el seguro colectivo de invalidez y fallecimiento. Estas comisiones llegaron a superar un tercio de los aportes mensuales, es decir que la tercera parte de los aportes de los trabajadores no llegaron nunca a la cuenta de capitalización individual. Entre 1994 y 2001, alrededor del 30% de la recaudación se destinó al pago de comisiones a las AFJP. En los años siguientes, esta proporción subió al 36% como consecuencia de la reducción de la alícuota de los aportes personales a la seguridad social. En el período julio del 2007 - junio del 2008, las comisiones representaron el 23% de la recaudación. Esto es así ya que a partir de abril de 2007 se reformuló la comisión por administración y a partir de enero de 2008 se mutualizó el seguro colectivo por

1) El tratamiento de la Ley duró más de un año de debate parlamentario con varias modificaciones al proyecto original. Para un análisis del proceso de negociación llevado a cabo ver Nino, Mariano "Reforma previsional - La subordinación del interés público en el proceso democrático de decisión y negociación en la Argentina", Realidad Económica #195.

invalidez y fallecimiento, eliminándose la comisión correspondiente.

Cuadro N°1
Ingresos por comisiones de las AFJP (En millones de pesos)

Año	Monto
1994/95	1.288,7
1995/96	1.885,7
1996/97	2.323,3
1997/98	2.673,7
1998/99	2.869,6
1999/00	2.889,5
2000/01	2.790,0
2001/02	1.828,5
2002/03	872,1
2003/04	1.201,4
2004/05	1.513,3
2005/06	2.056,6
2006/07	2.662,6
2007/08	2.302,9
Total	29.157,9

Fuente: SAFJP

Las altas primas cobradas por las compañías de seguros, que en casi la totalidad de los casos pertenecían al mismo grupo económico de la AFJP, derivaron en ganancias extraordinarias para estas compañías. Datos de la Superintendencia de AFJP indican que en los catorce años de operaciones, alrededor del 36% de las comisiones devengadas fueron derivadas por las AFJP a las compañías de seguro de vida en pago del seguro colectivo.

A partir de la mencionada ley 26.222 se modificó este esquema en dos planos. En primer lugar estableció un tope a las comisiones de 1% del salario, es decir un 9,1% de los aportes. Este tope fue adoptado por todas las AFJP del sistema, de las cuales sólo una estableció bonificaciones. Por otra parte se eliminó la comisión por seguro, que fue mutualizado.

Así, desde enero de 2008 comenzó a regir el FAM (Fondo de Aportes Mutuales), que formaba parte del Fondo de Jubilaciones y Pensiones, y con el que se financian las prestaciones de pensión por fallecimiento y retiro por invalidez, reemplazando al seguro colectivo. El FAM estaba integrado por cuotas generadas al detracer un porcentaje, uniforme para todos los afiliados, del valor cuota de cada AFJP. Para la constitución del FAM se detrajeron de las cuentas de capitalización individual \$751 millones.

A pesar de este tope, la cifra de un 9,1% de los aportes como comisión sigue siendo muy elevada, a tal punto que en el marco del tratamiento de la ley que terminó con el sistema de capitalización las mismas AFJP presentaron un proyecto alternativo en el que se modificaba el esquema y se proponía cobrar comisiones sólo por rentabilidad.

Mercado de capitales

Uno de los objetivos declamados y ponderados en el origen del sistema fue el de robustecer el mercado de capitales, violentando las bases mismas de todo sistema de seguridad social cuya función principal es la de garantizar la cobertura de los aportantes

frente a las contingencias de vejez, invalidez y muerte. Este objetivo no sólo no fue logrado sino que a pesar del crecimiento sideral de los fondos administrados, que llegó a alcanzar una cifra cercana a los \$100.000 millones, no sirvieron ni siquiera para atenuar los efectos sobre el mercado de capitales doméstico tanto de la crisis de 2001 como la internacional del año en curso. A su vez, un 56% de la cartera se invirtió en Títulos públicos y menos del 1% hacia proyectos de inversión que apuntalaran el crecimiento económico.

A pesar de que la distribución de los fondos en diferentes instrumentos de inversión no fue sólo el resultado de la discrecionalidad de las Administradoras, sino que estaba regulada por la misma ley que les dio origen al fijar mínimos y máximos-, lo cierto es que fue el mismo sistema el que desfinanció al Estado y generó las necesidades de financiamiento que resultaron en que más de la mitad de los fondos fueran destinados a la compra de títulos públicos.

El inciso q incorporado por el Artículo 5° de la ley 26.222 agregaba como alternativa a los instrumentos de inversión "Títulos de deuda, certificados de participación en fideicomisos, activos u otros títulos valores representativos de deuda cuya finalidad sea financiar proyectos productivos o de infraestructura a mediano y largo plazo en la República Argentina".

Además se estableció que debían destinarse a estas inversiones un mínimo de 5% de los activos totales del fondo y hasta un máximo de 20%. El piso de 5% recién estaría vigente en el año 2012, ya que las AFJP se encontraron con enormes dificultades para encontrar instrumentos de inversión que sean considerados como inciso q. Sucede que además de tener por objeto la financiación de proyectos productivos o de infraestructura, debían resultar atractivos desde el punto de vista del rendimiento y cumplir con los requisitos y condiciones que la ley requería para todos los instrumentos en los que las Administradoras podían invertir, como por ejemplo, estar autorizados por oferta pública y ser objeto de calificación de riesgo.

En primer lugar, aun en el caso de una eficiente implementación del inciso q, no se quebraría con la lógica perversa del sistema, ya que la proporción de títulos públicos podría mantenerse inalterable haciendo pagar al Estado altas tasas de interés por dinero que le corresponde obtener de forma directa.

Por otra parte, la necesidad de una tasa "atractiva" no es un tema menor, y dispara en el centro mismo de las diferencias filosóficas no sólo entre los regímenes de capitalización y reparto, sino también entre la administración privada y estatal de los fondos. El punto es que si se administra desde una lógica privada pensando en el deber fiduciario que pondera la rentabilidad financiera individual del afiliado o si, por el contrario, se privilegia el rendimiento social de la inversión teniendo en cuenta también la realidad en el que el futuro jubilado deberá vivir. Es dable esperar que con la administración estatal de los fondos y desde una lógica basada en la solidaridad intergeneracional se puedan apalancar inversiones productivas y de infraestructura con menos dificultad.

Niveles de cobertura y algo más

Según datos de la superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones actualmente hay 9.5 millones de afiliados de los cuales sólo 3.7 millones son aportantes activos. Esto indica que la relación aportante/afiliado es menor al 39%, cuando en el año 1995 era del 42.3%. En términos de personas mayores de 65 años (en edad de jubilarse) con cobertura provisional también se redujo mientras rigió el régimen

del 76.8% en sus inicios al 70% en el 2006. Esta proporción se elevó a partir de 2007 como consecuencia de la implementación de la Ley 25994 de Prestación Previsional Anticipada, pero es justamente una señal del fracaso en materia de cobertura del régimen de capitalización individual, porque fue el Anses el que tuvo que socorrer a parte de los que quedaban afuera del sistema.

Si bien es cierto que en este caso varios factores colaboraron con la caída en la cobertura, entre ellos las condiciones estructurales del mercado laboral, con un alto nivel de empleo no registrado, la propia ley 24.241, al endurecer las condiciones de acceso a las prestaciones del régimen previsional público elevando el requisito a 30 años de aporte, profundizó el estado de situación. Además, la lógica del régimen de capitalización empeoró las cosas, porque las AFJP preferían mantener los afiliados, aún sin que realicen aportes, por temor a que se traspasen a otra administradora.

Rentabilidad

En su último informe, la Superintendencia de AFJP informa que la rentabilidad anual promedio de los fondos al 31 de octubre de 2008 fue de -19.11% en términos nominales y de -25,39% en términos reales. Aunque podría argumentarse que fue la crisis internacional la que produjo una feroz caída en la valuación de los activos en los que invierten las AFJP, no está claro si este es un argumento que exime a las AFJP de cuestionamientos por una mala administración de los fondos o si termina por desnudar cabalmente las deficiencias del sistema. El agravante de esta situación es que esa cifra no contempla las comisiones pagadas por los afiliados durante esos 12 meses.

Quienes sostienen que es el largo plazo lo que debe mirarse, argumentarán que la rentabilidad histórica anualizada del sistema al 31 de octubre de este año era del 12,73% promedio anual en términos nominales y de 6,62% en términos reales (deflactado por el IPC oficial). Pero si miramos lo que la Superintendencia de AFJP informa como indicador del Rendimiento Efectivo de los Aportes Personales realizados por el trabajador luego del pago de la comisión por administración a la AFJP, la misma fue del 8,27% nominal y del 2,4% real. (ver cuadro)

Cuadro N° 2
Rendimiento efectivo para el afiliado, 1994 - 2008

AFJP	Tasa de rendimiento anual	
	Nominal	Real
	8,28%	2,41%
Consolidar	9,25%	3,33%
Futura	7,92%	2,07%
Máxima	8,58%	2,69%
Met*	8,93%	3,02%
Nación	10,97%	4,95%
Orígenes	7,98%	2,12%
Previsol	8,89%	2,98%
Profesión + Auge	8,09%	2,23%
Unidos	7,55%	1,72%
PROMEDIO	8,27%	2,40%

Fuente: SAFJP

*Hasta el año 2001 se tomaron los valores correspondientes a Siembra AFJP

En el cálculo, además, no se considera el costo del seguro, que se pagó hasta el año 2007, dado que tenía como contrapartida la cobertura frente a las contingencias de vejez y muerte, y no representaba un gasto por la administración del saldo de la cuenta individual. Es por lo menos curioso que a la hora del cálculo del rendimiento efectivo se excluya aquella erogación que fue precisamente la que solventó ganancias extraordinarias para las compañías de seguros vinculadas a las AFJP.

Para el cálculo, la Superintendencia de AFJP toma el ejemplo de un trabajador que ingresó al sistema en el año 1994, con un salario de \$1.000, ajustado a partir del año 2001 con la variación del ingreso imponible promedio del Régimen de Capitalización. El cálculo se efectuó a fines de octubre de 2008, cerca de la mitad del horizonte de 30 años previsto en la legislación para el acceso a la jubilación completa.

Por último se puede agregar que gran parte de la cartera administrada por las AFJP se encontraba valuada a "valor técnico", esto es, a un precio superior al que se obtendría en el mercado, lo que sobreestima el cálculo de rentabilidad de los fondos. Esto era así a partir de la Instrucción N° 005/2006, de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, que establecía la normativa general sobre valuación de las inversiones de los fondos de jubilaciones y pensiones y del encaje.

Al 30 de septiembre y según la información suministrada por el estadístico de la Superintendencia de Administradora de AFJP, el sistema tenía a "investment" el 32.44% del total del fondo, en ese momento 30.641 millones de pesos.

Básicamente los títulos valuados de esa manera se pueden dividir en dos grupos. El primero compuesto por lo que se conoce como Préstamos al Gobierno Nacional Garantizados, integrados por un conjunto de diez instrumentos diferentes, y que están evaluados bajo una metodología que se asemejaría al de su valor "técnico". El segundo grupo, y mayoritario con 27.252,7 millones de pesos, estaba formado por el título Cuasi-Par.

La mirada fiscal

Propiciar y fomentar la creación de un régimen de capitalización de fondos nominados, individuales, a ser gerenciado por administradoras privadas vinculadas al sistema financiero, además de las consecuencias reseñadas, generó déficit en las cuentas públicas y sentó las bases para el endeudamiento del sector público que eclosionó en 2001.

En el año 2001 la deuda externa pública por habitante alcanzó a U\$S 3.860 y el incremento de la deuda pública en moneda extranjera pasó de U\$S 65.000 millones en 1993 a U\$S 140.000 millones. Este incremento de \$75.000 millones, equivale al déficit fiscal del período.²

El gasto público primario en porcentaje del PIB, se mantuvo prácticamente constante a lo largo de todo el período de convertibilidad. Los que no se mantuvieron fueron los recursos, que cayeron considerablemente. El motivo principal de esto fue la reforma llevada a cabo en el Sistema Previsional.

Centralmente las causas del des-financiamiento del Estado y el déficit fiscal hay que buscarlas en:

1. La contracción de ingresos en el régimen público de reparto producto de la pérdida de empleos formales en la economía durante las contracciones de la economía que se sucedieron a la reforma

2) Ver CIEPYC "Deuda externa argentina: no queremos ayuda, queremos justicia" (2002)

2. El vertido de afiliados y aportantes hacia el régimen de capitalización que eran sorteados, salvo indicación previa expresa de aportar en el Estado, entre las administradoras con imposibilidad de volver al reparto

3. Las reducciones de las contribuciones patronales que cayeron entre el 30% y el 80%, según zonas y actividades, a partir de 1993 con el supuesto objetivo de aumentar la competitividad de la economía e impulsar la creación de trabajo formal.

No obstante, debe quedar claro que el hecho que las administradoras de los fondos sean bancos privados no hizo más que empeorar la situación, pero que la esencia del problema radica en la propia lógica de funcionamiento del régimen de capitalización y no tanto en que éste sea de gestión privada.

Esto es así por cuanto, aún en el caso del sostenimiento de un sistema de capitalización individual con preeminencia estatal, los fondos serían detraídos de la financiación del Estado e invertidos con una lógica distinta a la del beneficio social.

Junto con la pérdida de recursos, el Estado asumió la responsabilidad por el sostenimiento de los pasivos vigentes al momento de la reforma, se garantizaron parte de las prestaciones futuras mediante el reconocimiento de los aportes y la permanencia en el régimen previo y se transfirieron cajas provinciales a la Anses.

Cuadro N°3
Aportes direccionados a las AFJP. En millones de \$ corrientes

	Aportes personales a las AFJP	
1995/94	\$	1.889
1996/95	\$	2.732
1997/96	\$	3.416
1998/97	\$	3.986
1999/98	\$	4.320
2000/99	\$	4.387
2001/00	\$	4.344
2002/01	\$	2.761
2003/02	\$	2.198
2004/03	\$	3.414
2005/04	\$	4.287
2006/05	\$	5.712
2007/06	\$	7.490
2008/07	\$	9.943
2009/08 (*)	\$	4.496
TOTAL	\$	65.375

(*) corresponde a los meses de julio a octubre de 2008

Fuente: CIEPYC en base a SAFJP

Para sostener las prestaciones se recurrió a la afectación específica de impuestos y la reetracción de parte de la masa coparticipable con las provincias.

Desde entonces la Anses se financió, además de las contribuciones patronales y los aportes personales de los trabajadores aportantes al régimen de reparto, con recursos impositivos:

§ 15% de la masa de impuestos coparticipables, por imperio del "Acuerdo entre el Gobierno Nacional y los Gobiernos Provinciales de 1992, para atender el pago de las obligaciones previsionales nacionales y otros gastos operativos que resulten necesarios hasta tanto no exista un nuevo acuerdo de partes o una nueva Ley de Coparticipación Federal.

§ \$120 millones más el 20% del producido por impuesto a las ganancias

§ 10,31% de lo recaudado en concepto de impuesto al valor agregado (iva)

§ 70% del componente impositivo del régimen simplificado para pequeños contribuyentes (monotributo)

§ 21% de lo que se recaude por la aplicación de los gravámenes específicos a las naftas

§ 100% del producido de impuestos que gravan, en forma específica, el gasoil, diesel, kerosene y el gas natural comprimido

§ 100% del producido del impuesto que gravare a los automotores, chasis con motor y motores de tales vehículos que utilicen como combustibles gasoil.

§ 100% del adicional de emergencia sobre los cigarrillos

Mientras que en 1993 las contribuciones a la seguridad social superaban en un 10% a las prestaciones, hacia el año 2001 éstas representaban apenas el 58% de las prestaciones totales. Este déficit se fue reduciendo a partir de la generación de empleo formal que tuvo lugar desde 2003, aún cuando se incrementaron y ampliaron las prestaciones a cargo del Estado. El cociente entre contribuciones y prestaciones de la seguridad social era en 2007 de 90%.

Cuadro N°4 Estimación de la recaudación afectada a financiar el déficit provisional. En millones de \$ corrientes

	GANANCIAS	IVA	RESTO COPARTICIPABLES	MONOTRIBUTO	COMBUSTIBLES Y AUTOMOVILES	TOTAL AFECTACIÓN ESPECIFICA ANSES
1992	601,3	1.348,0	475,0	0,0	0,0	2.424,3
1993	950,5	1.591,3	638,9	0,0	0,0	3.180,6
1994	1.260,3	1.674,1	800,2	0,0	376,4	4.111,0
1995	1.343,7	1.681,2	828,7	0,0	491,0	4.344,7
1996	1.456,3	1.865,4	874,0	0,0	929,7	5.125,4
1997	1.762,8	2.043,5	3.621,0	0,0	812,0	8.239,3
1998	1.993,7	2.096,8	3.792,5	0,0	873,4	8.756,4
1999	1.944,0	1.876,2	3.592,9	0,0	753,8	8.166,8
2000	2.187,0	1.899,8	3.727,2	0,0	955,1	8.769,1
2001	2.114,3	1.527,9	3.349,1	114,1	608,3	7.713,7
2002	1.879,9	1.445,5	3.228,3	156,3	570,1	7.280,1
2003	3.046,2	2.018,8	4.777,8	197,8	594,1	10.634,6
2004	4.553,8	3.032,6	6.994,2	349,6	690,5	15.620,6
2005	5.705,1	3.605,3	8.443,4	529,9	763,5	19.047,2
2006	6.819,0	4.654,0	10.499,7	608,1	829,1	23.410,0
2007	8.667,0	6.264,2	13.749,8	744,3	980,0	30.405,3

Fuente: CIEPYC en base a Recursos Tributarios por tributo (DGI, Aduana y Seguridad Social)

La recaudación de impuestos tuvo un fuerte incremento en estos últimos años, producto de lo cual estas afectaciones específicas engrosaron las arcas de la Anses en unos \$30.000 millones durante el año 2007. Los ingresos tributarios igualan en 2007 a los

provenientes de las contribuciones patronales y aportantes al régimen de reparto, es decir que conforman el 50% de los ingresos de la Anses. Si no fuera por estas afectaciones de impuestos la Anses tendría déficit, y gracias a ellas ostenta un importante superávit.

Pensando a futuro, y considerando el probable impacto en la recaudación derivado del menor ritmo de expansión de la actividad y los menores precios de commodities, el manejo de este superávit le permitirá al Estado no ajustar el gasto y, por el contrario, aplicar una política fiscal expansiva. Si bien estos fondos en rigor van a la Anses, la Tesorería puede captarlos mediante la colocación de Títulos Públicos o Letras de corto plazo.

En estos términos el traspaso de los fondos y flujos previsionales del SIJyP al SiPA, implica que el gobierno puede decidir en que invertir estos fondos y por ende qué proyectos o qué actividades financiar.

Según datos de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensión la recaudación de las Administradoras producto de los aportes obligatorios de los trabajadores aportantes al régimen de capitalización individual, ascendió en todos estos años a \$65.000 millones en valores nominales. Estos aportes realizados por los trabajadores, dejaron de ser percibidos por el Estado para ser depositados en cuentas administradas por las AFJP para, como ya se dijo, obtener un rendimiento muy bajo luego de pagar las comisiones.

En el último año esos aportes direccionados a las AFJP también se incrementaron, producto de la generación de empleo formal y el aumento de las remuneraciones, y alcanzaron algo más de \$1.000 millones por mes. Su devolución a las arcas del Estado permitiría hoy equilibrar las erogaciones por las prestaciones corrientes de la Anses sin necesidad de recurrir al redireccionamiento de impuestos. Podría decirse que también otorgaría suficiente margen como para innovar con prestaciones hoy insuficientemente universales o elevar el monto de las prestaciones actuales.

Conclusiones

En resumen, el impacto que tuvo la reforma previsional realizada en 1993 sobre las cuentas fiscales, la cobertura del sistema y las prestaciones para los afiliados fue negativo.

Las secuelas eran previsibles -más allá del optimismo reinante en torno de la marcha de la economía- y formaban parte de la política explícita de achicamiento del Estado con que se diseñó y se aprobó la reforma y de la lógica propia del negocio. Sin embargo, la discusión de entonces discurrió en torno de hasta dónde se permitiría el perjuicio del Estado y de los trabajadores pasivos y activos, mientras que el negocio para el capital financiero sólo fue puesto en duda por parte de la oposición con representación política, la minoría sindical y las movilizaciones de los jubilados frente al Congreso. La campaña ideológica, política y mediática sostenía que el Estado era ineficiente para administrar esos fondos y que por lo tanto debían dejarse en manos privadas.

El Estado hizo un pésimo negocio: dejó de percibir recursos de los aportes personales que le tuvo que pedir prestado a las propias AFJP a tasas de interés que llegaron al 15% anual y que el propio Ministro de Economía que las creó, calificó de usurarias seis años más tarde. Las AFJP por este "trabajo" se quedaron con \$30 mil millones en concepto de comisiones.

El subsidio al sector privado empresario a partir de las reducciones operadas sobre las

contribuciones patronales para determinadas zonas y actividades empeoró aún más la situación de las cuentas públicas.

El déficit generado debió ser, por lo tanto, financiado con endeudamiento del Estado, lo que resultó en un excelente negocio para el capital financiero nacional e internacional.

Debido a que las AFJP fueron autorizadas a tener una gran parte de su cartera de inversiones colocada en títulos públicos, el Estado nacional se fue endeudando con estas administradoras para financiar el déficit, convirtiéndolas en “comisionistas” del Estado y especuladores con los fondos de los trabajadores.

Por otra parte puede sostenerse que mientras no se elimine el trabajo no registrado y la relación entre aportantes y beneficiarios no resulte suficiente, deberá existir la asistencia por parte de la recaudación del Sistema de Previsión social.

Luego, la utilización de esos fondos en políticas que fomenten el crecimiento real de la economía con creación de empleo formal y favorezcan el registro de los actuales trabajadores informales, parece ser el mejor y único reaseguro para la sustentabilidad futura del SiPA.

La forma en que deberá resolverse un sistema provisional sostenible y sustentable está entre los aspectos que abordaremos en el próximo número.

Cuestiones financieras y cambiarias en un mundo ajetreado

Por Leonardo Perichinsky

Los episodios ocurridos en los mercados financiero y cambiario en la Argentina durante el mes de octubre muestran marcadas diferencias con los sucesos de mayo-junio del presente año en pleno conflicto con el campo. También son evidentes las diferencias con la situación financiera de los países centrales. Quizá el principal beneficio de no estar afectados directamente por la crisis financiera internacional sea que la autoridad monetaria local puede hacer uso de buena parte del instrumental de política monetaria disponible. La presente nota analiza lo ocurrido en la Argentina durante el último mes.

El mes de octubre fue bastante ajetreado para los mercados financieros y cambiarios en la Argentina.

Las tasas de interés de los plazos fijos y de los préstamos a empresas de primera línea se duplicaron durante el mes, mientras que la tasa interbancaria a 1 día (call) se incrementó más de un 50%. Entre los máximos (3 de octubre) y los mínimos del mes (27 de octubre), la preferencia por la liquidez en pesos¹ cayó más de 7 mil millones, los depósitos del sector privado unos 9 mil millones de pesos y los plazo fijo alrededor de 2 mil. La caída de los depósitos totales fue de un 5,5%, entre los máximos y los mínimos del mes, lo cual no permitiría caracterizar la situación como de corrida de depósitos; sin embargo, durante los últimos días de octubre la pendiente de la caída fue muy pronunciada.

A pesar de los aumentos de tasas, la principal motivación de la caída de depósitos y de la demanda de dinero en pesos fue la compra de dólares. Así, durante el mes las reservas del Banco Central cayeron 2.180 millones de dólares, y el dólar cerró el mes 24 centavos arriba de lo que cotizaba a principios de octubre (a 3,38 pesos, con una depreciación del 7,6%).

Si consideramos los casi 2.200 millones de dólares de caída de las reservas en octubre más el superávit comercial, unos mil millones de dólares no liquidados por exportadores o comprados por el sector privado, tuvimos durante octubre un exceso de demanda de dólares del orden de los 3.300 millones por encima del comportamiento habitual del mercado cambiario. A este monto habría que añadirle los préstamos de corto plazo que el BCRA ha tomado del Banco de Basilea.

Por otra parte, este comportamiento del sector privado, que obligó al BCRA a vender dólares, también generó una contracción en la cantidad de dinero de la economía, porque la política cambiaria de sostenimiento del tipo de cambio es también una política monetaria. Sin embargo, el BCRA, a pesar de verse obligado a contraer la cantidad de dinero, también aumentó sus tasas de interés, con lo que el efecto contractivo fue doble.

En este sentido, durante el mes de octubre se produjeron algunas conductas muy diferentes a las que habíamos visto durante los meses de mayo y junio a raíz del conflicto

1? Nuestra definición casera, aunque estrictamente keynesiana, de la preferencia por la liquidez incluye el circulante y los depósitos en cuenta corriente y cajas de ahorro. Suponemos que por el casi nulo interés que paga la caja de ahorro podemos considerarla como una forma de liquidez. Es decir, la preferencia por la liquidez incluye el dinero en efectivo, los cheques y el uso de tarjeta de débito.

entre el Gobierno y el campo. En este último mes la caída depósitos fue liderada por los retiros en las cuentas corrientes y cajas de ahorro, mientras que los plazos fijos cayeron en menor proporción. A su vez, la caída de los plazos fijos estuvo liderada por el tramo de mayor monto (más de un millón de pesos) y por los plazos más largos (de más de tres meses). Incluso, durante octubre, los plazos fijos a corto plazo nunca dejaron de aumentar. En mayo y junio de este año, los grandes depositantes no habían retirado su dinero, sino que más bien se habían expandido. Tampoco se había verificado en aquella oportunidad un acortamiento de los plazos.

En relación con las tasas de interés también se evidencian diferencias entre lo que está sucediendo actualmente y los episodios anteriores. En primer lugar, las tasas superaron ampliamente los máximos del año. La tasa para plazos fijos superior al millón de pesos superó el 23% anual, en tanto que por los préstamos a empresas de primera línea se llegó a cobrar un 37% anual, casi cuatro veces los niveles de marzo del corriente año. Pero durante los últimos días de octubre, los bancos privados pagaron más por los plazos fijos a corto plazo que a largo, lo cual implicaría que los bancos suponen que esta suba de tasas es transitoria. A su vez, en el mercado interbancario, la tasa subió de manera considerable durante el mes, algo que no había sucedido anteriormente. La tasa call (préstamos entre bancos a un día) superó el 14% anual a fines de octubre, luego de estabilizarse en torno al 9%.

En los primeros días de noviembre el dólar parece estabilizado en torno a los 3,3 pesos. Las reservas del Banco Central crecieron 248 millones de dólares durante la primera semana de noviembre, lo cual sitúa las compras de dólares de la autoridad monetaria en niveles compatibles con el superávit promedio de cuenta corriente.

Sin embargo, las tasas de interés se mantienen en niveles exorbitantes. A priori, da la sensación de que el diagnóstico del gobierno es que el problema es más macro que bancario. Con lo cual el banco central tiene como táctica estabilizar el tipo de cambio. Seguramente el diagnóstico es que en un contexto de crisis internacional, tasas de interés reales negativas, en vez de aumentar la demanda efectiva, lo que produce es un desvío hacia la compra de dólares. En un contexto donde los bancos se encuentran en buenas condiciones de solvencia se puede subir transitoriamente la tasa de interés, para frenar la demanda de dólares, sin perjudicar tanto al sector bancario.

En el medio, de todas maneras, se genera una importante actividad especulativa, porque las altas tasas generan rentas seguras, incluso en dólares, dada la cobertura que provee el mercado de dólar futuro y porque, a cada paso, los niveles de las principales tasas de interés van quedando con pisos cada vez más elevados.

La presente nota analiza principalmente lo que sucedió durante el mes de octubre en el sistema bancario. La principal hipótesis es que las subas de tasas parecen ser un fenómeno más transitorio que permanente, teniendo en cuenta el accionar del BCRA, los fundamentos de los bancos, y sus conductas en relación con las tasas pasivas. Adicionalmente, se considera que la autoridad monetaria cuenta con un menú de herramientas para sofocar problemas financieros y cambiarios en la Argentina que son quizá el principal beneficio de no estar directamente afectados por los problemas financieros de los países centrales. En la primera parte de la nota se realiza un análisis conceptual en esta dirección, mientras que en el resto de la nota nos detenemos a observar la evolución de las principales variables monetarias y financieras.

Los fundamentos

El sistema bancario argentino en la actualidad goza de un elevado nivel de solidez.

El nivel de liquidez del sistema bancario² se encuentra en un rango que varía entre el 18%-20% de los depósitos totales, no se verifica un descalce de moneda entre los créditos y los depósitos de los bancos en moneda extranjera, y los préstamos de los bancos no tienen como garantía activos que hayan experimentado aumentos de precio desproporcionados y, a su vez, se registra un bajo nivel de morosidad.³

Por su parte, los activos totales del sistema bancario continuaron incrementándose durante el corriente año. El stock de créditos de los bancos clasificados como irrecuperables además de representar una proporción muy pequeña del activo (menos del 3%) también se está contrayendo de manera significativa. El activo de los bancos alcanza en la actualidad 347 mil millones de pesos, de los cuales 8,5 mil millones están clasificados como irrecuperables. De ese total, solo 0,5 mil millones está denominado en moneda extranjera.

En los últimos doce meses, los activos de los bancos crecieron un 18% (de 293 a 347 mil millones de pesos) mientras que los préstamos clasificados como irrecuperables cayeron un 3%. En términos relativos al activo la parte irrecuperable de la cartera representaba el 3% del activo hace un año, y hoy representa el 2,48%.

Que haya una baja proporción de préstamos y depósitos en moneda extranjera, y una casi insignificante proporción de créditos irrecuperables implica directamente que la autoridad monetaria tiene una amplia capacidad de maniobra para resolver cualquier problema en el mercado bancario. Básicamente, porque los eventuales problemas de liquidez que pudieran ocurrir estarían denominados en la moneda que el Banco Central maneja y emite. Durante este último mes ha quedado claro que el Banco Central tiene a su disposición todas las herramientas de política monetaria, la cual resulta una fortaleza del esquema macroeconómico actual, comparado con los problemas de asistencia que poseen hoy las autoridades monetarias de los países centrales.

El Banco Central tiene reservas suficientes para evitar una suba del dólar; a su vez, puede optar por dejar subir el dólar (aunque tampoco sea necesario por que así como está hay superávit comercial) y no perder reservas, por que en última instancia en un contexto ya no inflacionario, el aumento del tipo de cambio juega en la dirección que requiere el modelo; y, por último, también puede subir las tasas (por la buena situación de los bancos) para evitar que el dólar suba sin perder reservas.

Ningún banco central de ningún país central posee en la actualidad el menú de opciones con que cuenta la autoridad monetaria en la Argentina. Este es quizá el principal beneficio por no estar directamente afectados por los problemas financieros que tienen los principales países centrales, y porque la economía argentina creció durante casi siete años consecutivos básicamente sin crédito.

Sin embargo, lo anterior no garantiza que la autoridad monetaria no pueda cometer errores o que no genere costos muy elevados para cumplir un determinado objetivo o que tenga un objetivo diferente al que se requiere para seguir en el sendero de estos últimos años.

En realidad, la utilización de estas opciones en diferentes grados depende no sólo de los objetivos de política económica del gobierno, sino también de su percepción sobre el estado de las expectativas de los principales jugadores del mercado doméstico.

Si algo quedó claro durante este último mes es que el objetivo del gobierno es mantener un dólar relativamente estable en torno a los 3,30/3,40 pesos, con la menor pérdida de

2) Activos líquidos de los bancos (efectivo, depósitos en la cuenta corriente del BCRA, y pasivos pasivos) sobre depósitos totales.

3) Ver Informe monetario del BCRA del mes de octubre de 2008.

reservas posible. Esto significa propiciar subas en las tasas de interés para incentivar la tenencia de activos financieros en pesos para morigerar el pase a dólares. Pero también implica que, si de todas maneras se produce una fuerte demanda de dólares, el Banco Central la aplaca con ventas de sus reservas. Esto último es lo que sucedió durante la última semana de octubre, cuando las tasas ya estaban altas y los exportadores no liquidaban divisas. El Banco Central vendió entre el 24 y el 31 de octubre 1.761 millones de dólares, lo que representa más del 80% de lo que vendió en el mes.

La sensación es que para la percepción del Gobierno lo más importante es mantener estable el dólar en esta coyuntura, aún al costo de tener transitoriamente tasas excesivamente altas.

En este sentido, resulta clave entender si la suba de tasas será permanente o transitoria.

Si bien es cierto que la economía argentina creció durante casi 7 años al 9% anual con un stock de crédito muy bajo (11% del PBI) y tasas de interés negativas en términos reales, la recíproca también es cierta. Con tasas de interés pasivas positivas del orden del 10% anual.

Si el comportamiento actual del sistema bancario es transitorio, y tendiera a normalizarse en la medida que se aplaque la demanda de dólares, podríamos suponer que no sería tan nocivo para la economía real.

De todas maneras, la mayor preocupación de las autoridades por las variables monetarias que por el rumbo de la demanda efectiva en un contexto con perspectivas recesivas y con desaceleración de la inflación no parece muy razonable para sostenerlo en el tiempo.

En lo que sigue mostramos los principales acontecimientos en números de lo que sucedió en el mercado financiero y cambiario durante el último mes.

Los depósitos y la demanda de dinero en pesos

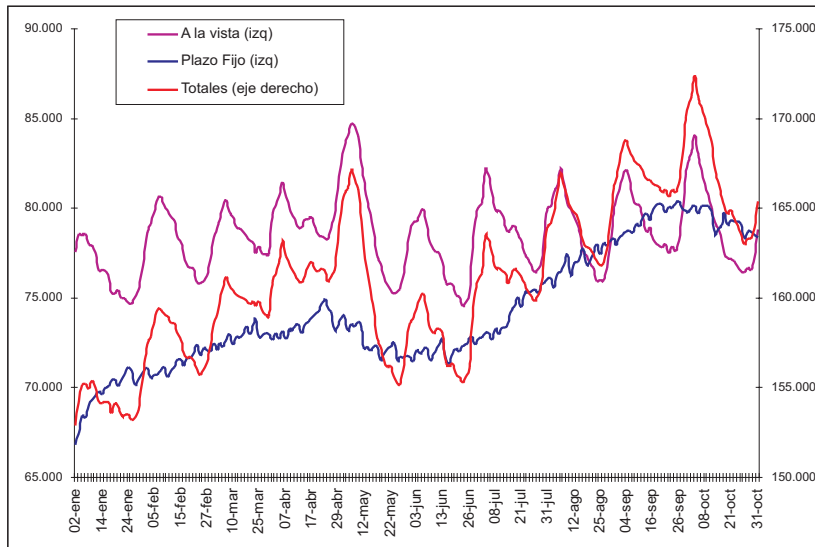
Los depósitos totales vienen mostrando una importante volatilidad desde abril-mayo de 2008. Durante el mes de octubre, desde el punto máximo (3 de octubre) al mínimo (27 octubre) cayeron 9,4 mil millones de pesos. Como puede verse en el gráfico 1, buena parte de la caída se explica por la contracción de los depósitos a la vista (cuenta corriente más caja de ahorro), y muy poco por la tenue caída en los plazos fijos.

En el anterior trajín del sistema bancario, en pleno conflicto con el campo, los depósitos totales habían caído más, y más repartido entre depósitos a la vista y plazos fijos. Tal como señalábamos para aquella oportunidad, en el número 12 de esta revista, los que habían liderado la caída de los depósitos habían sido los plazos fijo chicos.

El fuerte crecimiento en las tasas pagadas a los plazos fijos durante el mes de octubre parece ser el motivo que explica por qué no cayeron de manera significativa en la actualidad.

En este sentido, aun en el contexto de crisis financiera internacional, los depósitos totales cayeron menos que en los episodios desestabilizadores a raíz del conflicto con el campo, cuando la crisis financiera no estaba instalada al menos mediáticamente. Sin embargo, durante el mes de octubre se pagaron tasas sustancialmente más altas que en el período mayo-junio.

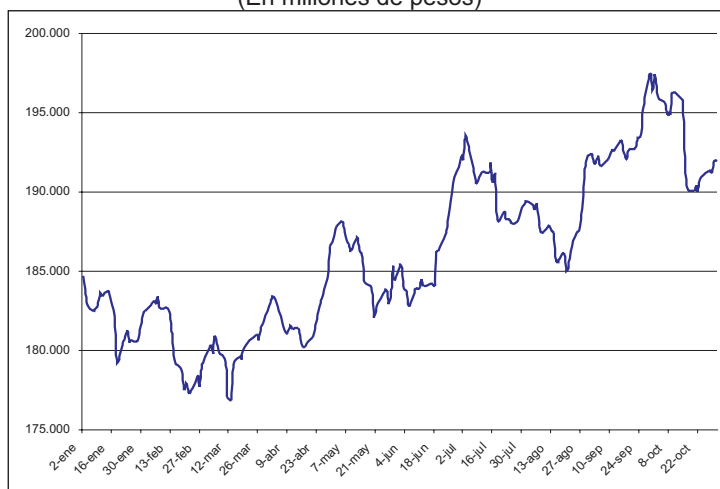
Gráfico N°1
Evolución de los depósitos totales y por tipo
(En millones de pesos)



Fuente: CIEPYC en base a BCRA

En relación con la preferencia por la liquidez, o demanda de dinero en pesos, sucedió algo similar. Registró una caída significativamente menor a la que se había verificado en mayo de este mismo año, a la vez que alcanzó un piso mucho más alto que en el peor momento del 2008. Sin embargo, como puede observarse en el gráfico 2 la caída tiene una pendiente muy inclinada, marcando que la contracción se dio en un corto lapso de tiempo. La contracción de la demanda de dinero no se direccionó a los plazos fijos o demás activos en pesos, sino que se dirigió al dólar. La suba de tasas parece haber sido más bien una estrategia defensiva para evitar la caída de depósitos a plazo.

Gráfico N°2
La preferencia por la liquidez en pesos
(En millones de pesos)

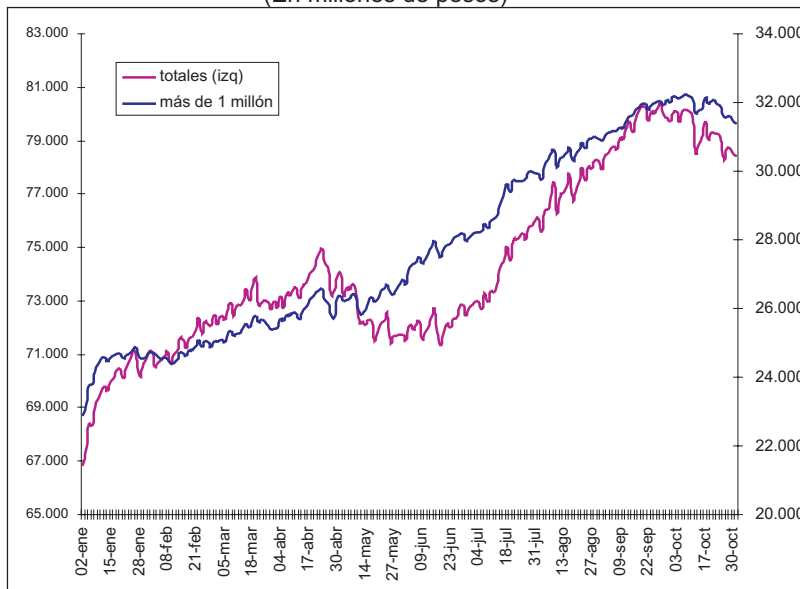


Fuente: CIEPYC en base a BCRA

En el gráfico 3 se puede observar la evolución durante el año 2008 de los depósitos a plazo fijo totales y los de más de 1 millón de pesos. En primer lugar, se destaca que los depósitos a plazo fijo totales cayeron en menor proporción que lo que se habían contraído en la anterior crisis. En aquella oportunidad la caída había sido muy superior y liderada por los plazos fijos pequeños. Se puede ver en el gráfico cómo los depósitos a plazo fijo superiores al millón de pesos continuaron creciendo. En la actualidad, si bien la caída fue muy inferior, la diferencia es que ahora cayeron los plazos fijos grandes. Sin embargo, el piso actual de los plazos fijos totales es muy superior al de mayo-junio del corriente año.

Gráfico N°3
Evolución de los depósitos a Plazo Fijo, totales y de más de un millón de pesos

(En millones de pesos)

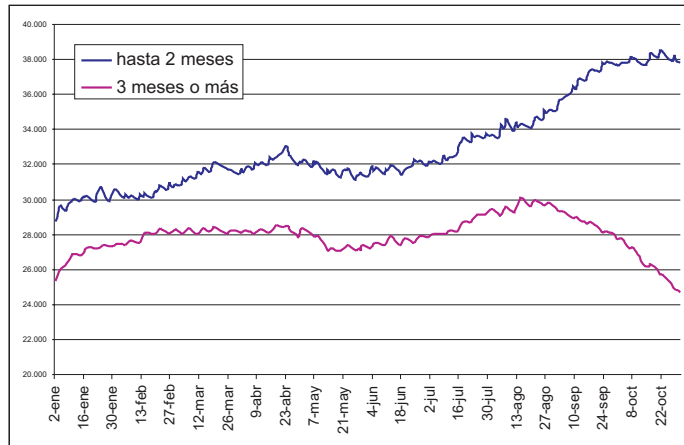


Fuente: CIEPYC en base a BCRA

Por su parte, como puede verse en el gráfico 4, cambió de manera significativa la composición por plazos al interior de los depósitos. Si bien durante el año se había ampliado levemente la brecha entre los depósitos a corto plazo y más largo plazo, en la actualidad se verifica una marcada divergencia en el comportamiento de los depositantes, sesgada hacia los depósitos cortos. Es más, los depósitos a corto plazo siempre crecieron, y los que cayeron de manera muy significativa fueron los depósitos a plazos de tres meses o más.

En principio, esta conducta podría obedecer a la propia estrategia de los bancos de pagar más por los depósitos a corto que por los depósitos a largo plazo. Sin embargo, no podría descartarse que parte de la explicación sea un aumento en el nivel de incertidumbre de los depositantes en relación con la evolución futura de los principales precios de la economía.

Gráfico N°4
Evolución de los depósitos a Plazo Fijo, por plazo
(En millones de pesos)



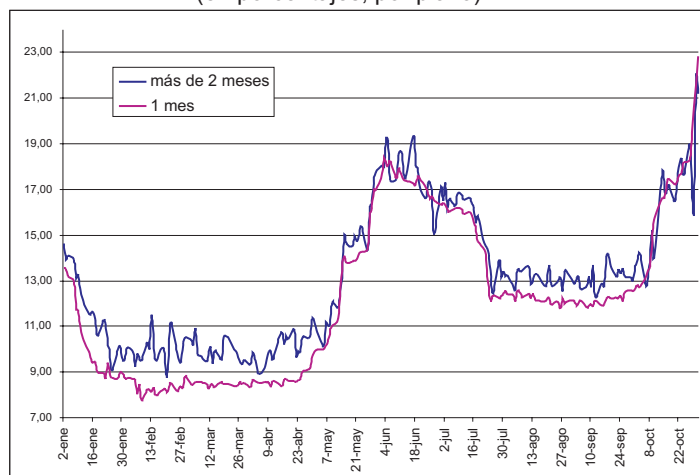
Fuente: CIEPYC en base a BCRA

Las tasas de interés

Desde que se dispararon las tasas, cuando se profundizó el conflicto entre el Gobierno y el campo, nunca retornaron a sus niveles previos al conflicto. Las tasas quedaron estabilizadas en niveles un 50% superior a los que se verificaban con anterioridad al mes de marzo de 2008.

La contracción de los depósitos actual duplicó las tasas de interés pasivas desde ese nuevo nivel. Con lo cual, en el año, básicamente se han triplicado en términos nominales, y han pasado de ser negativas, en términos reales, y muy elevadas. Hoy estaríamos con tasas de interés del orden del 10% en términos reales aproximadamente.

Gráfico N°5
Evolución tasa de interés anual en 2008 para plazo Fijo superior al millón de pesos
(en porcentajes, por plazo)



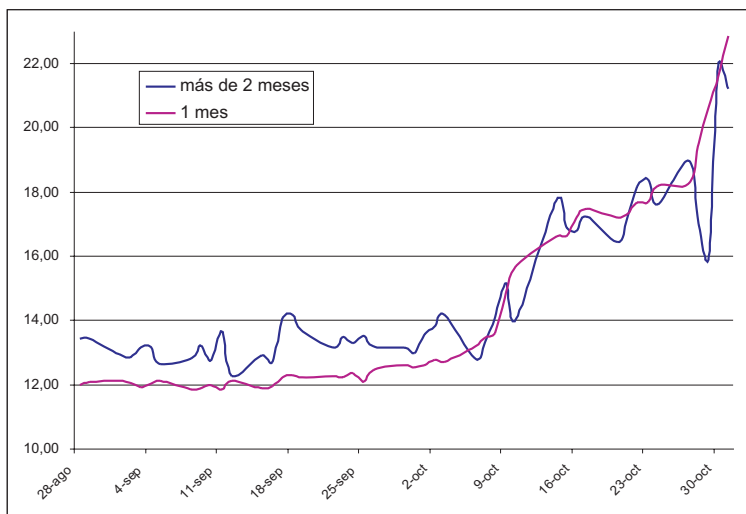
Fuente: CIEPYC en base a BCRA

Como puede verse en el gráfico 5, el crecimiento de las tasas pasivas ha sido exorbitante. Prácticamente se han duplicado en relación con los niveles del mes anterior. Durante los episodios desestabilizadores en pleno conflicto con el campo, las tasas también se habían duplicado desde niveles del 9-10% anual a casi 19%. Luego de la traumática resolución, los niveles descendieron más del 30% estabilizándose en torno a una tasa del 13% anual.

Otra novedad en relación con la evolución de las tasas de interés pasivas para plazos fijos es que la tasa de corto pasó a ser más alta que la de largo. En principio, este esquema estaría indicando que los bancos esperan que las tasas bajen en el mediano plazo. Es decir, que el comportamiento actual es más transitorio que permanente. Si hubiera alguna expectativa de licuación de depósitos, por devaluación o por inflación, los bancos pagarían más por las colocaciones a más largo plazo.

En el siguiente gráfico, donde acercamos el foco a los últimos dos meses, se verifica con claridad que durante los peores días (hacia fines de octubre) la tasa de más largo plazo cae y la de un mes de plazo es la que sube de manera exponencial.

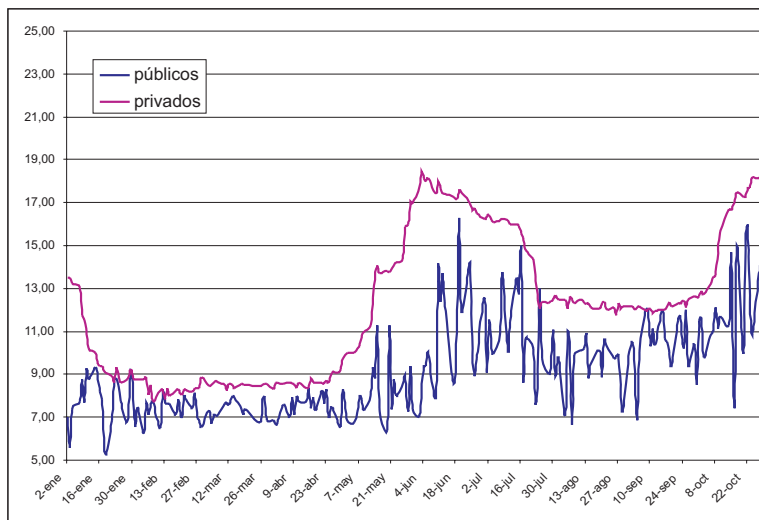
Gráfico N°6
Evolución tasa de interés anual últimos dos meses
Plazo Fijo superior al millón
(en porcentajes, por plazo)



Fuente: CIEPYC en base a BCRA

El gráfico 7 nos demuestra que esta conducta obedeció solo al segmento de bancos privados. Los bancos públicos se movieron en un rango de tasas de entre el 10-15%, mientras que la tasa promedio de los bancos privados llegó a estar 10 puntos porcentuales por encima del promedio de los bancos oficiales.

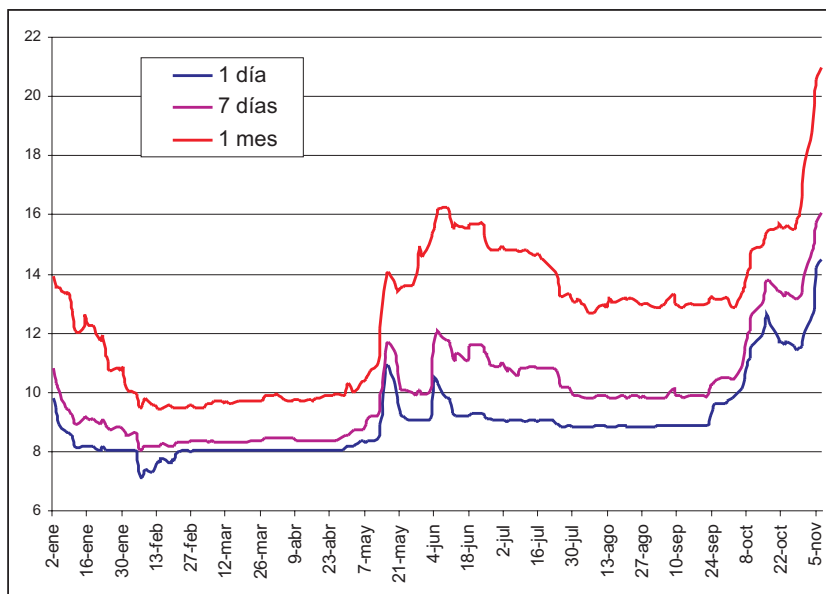
Gráfico N° 7
Evolución tasa de interés anual en 2008 - Plazo Fijo superior al millón
(en porcentajes, por tipo de banco)



Fuente: Ciepyp en base a BCRA

Una novedad de este último mes es que se disparó la tasa de interés a la cual se prestan los bancos. Esta tasa es un indicador básico de liquidez entre bancos. Salvo un par de días, en la crisis anterior se mantuvo estable en torno al 9% anual. En octubre trepó de ese nivel hasta superar el 14% anual.

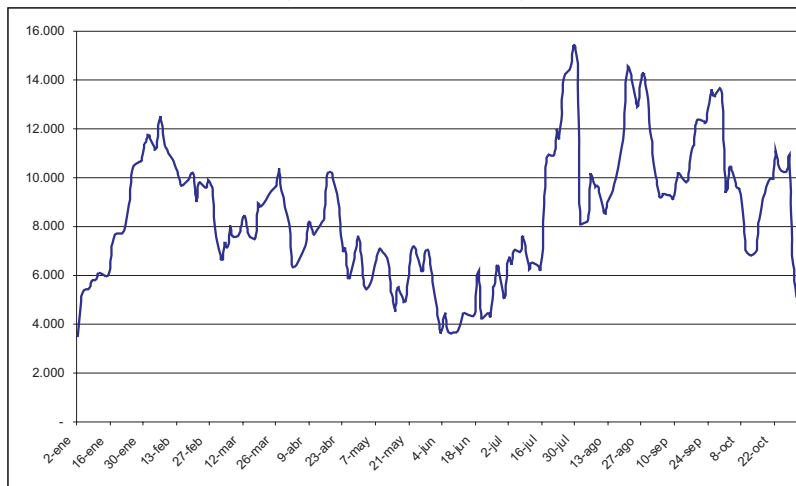
Gráfico N°8
Tasa de interés entre bancos, según plazo



Fuente: Ciepyp en base a BCRA

Por su parte, el stock de los pasivos para el BCRA cayó a la mitad, a pesar de que la autoridad monetaria subió la tasa que paga por los depósitos de los bancos en el BCRA. Si contamos desde el pico a fines de julio, registran una caída del 66%.

Gráfico N°9
Evolución de los pasivos pasivos para el BCRA
(En millones de pesos)

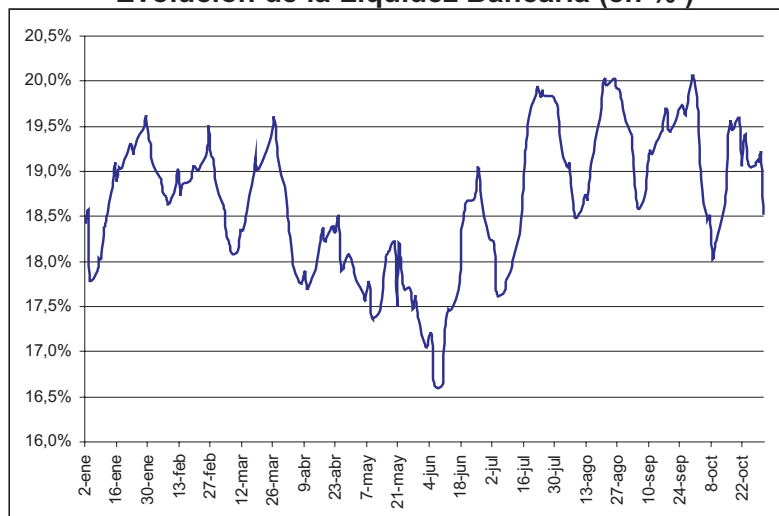


Fuente: Ciepyp en base a BCRA

La liquidez bancaria, definida como la proporción de activos líquidos de los bancos sobre sus depósitos se mantiene en niveles aceptables de funcionamiento, de todas maneras.

Durante los episodios de octubre nunca alcanzó el piso de junio del corriente año del 16,5%. Sin embargo, en esa oportunidad la tasa interbancaria a 1 día no se había disparado.

Gráfico N°10
Evolución de la Liquidez Bancaria (en %)



Fuente: Ciepyp en base a BCRA

El mercado cambiario

Visto con cierta perspectiva el mercado cambiario en la Argentina se encuentra relativamente estabilizado. Las oscilaciones de la paridad cambiaria se producen en un entorno inferior al 10%. El resto de las economías latinoamericanas, incluso nuestros vecinos, han visto variaciones de hasta el 40% en el tipo de cambio durante estos meses.

De todos modos, dado el superávit comercial, el elevado nivel de reservas del BCRA y la solidez del sistema bancario, el tipo de cambio en la Argentina podría ser menos volátil; o mejor dicho, que esa volatilidad cumpla una función a favor del modelo económico actual.

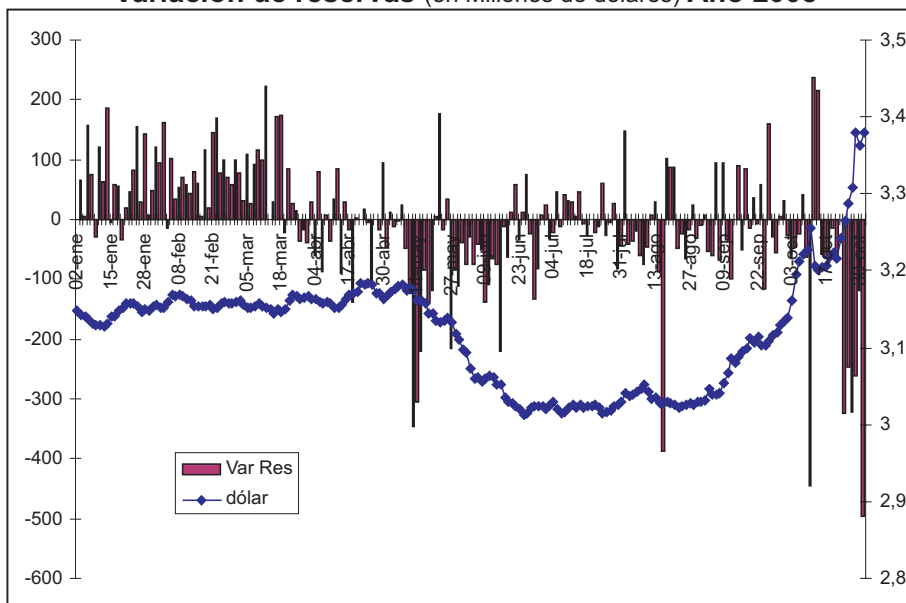
En este sentido, el supuesto efecto castigo a los exportadores luego de la traumática resolución del conflicto con el campo, que produjo una baja en la cotización del dólar del orden de los 20 centavos, se paga con tasas de interés más altas cuando el dólar vuelve a los niveles previos. Esos vaivenes también complican el cumplimiento del objetivo de poseer un tipo de cambio estable en términos reales.

De todas maneras, en la actualidad, no parece ser el objetivo del BCRA evitar el atraso cambiario. En los peores días del mes de octubre, cuando el tipo de cambio se acercó a 3,40 pesos, el BCRA usó todas las reservas necesarias para ponerle ese techo a la paridad cambiaria. Ya con anterioridad, había propiciado la suba de tasas para evitar el exceso de demanda de dólares.

En la actualidad, entonces, estamos con esquema de tipo de cambio atrasado y con tasas de interés altas. Ninguno de estos dos indicadores juega en la dirección de lo que requiere el modelo para sostener tasas de crecimiento elevadas.

El gráfico 11 muestra la evolución del tipo de cambio durante el 2008 y la variación de las reservas internacionales.

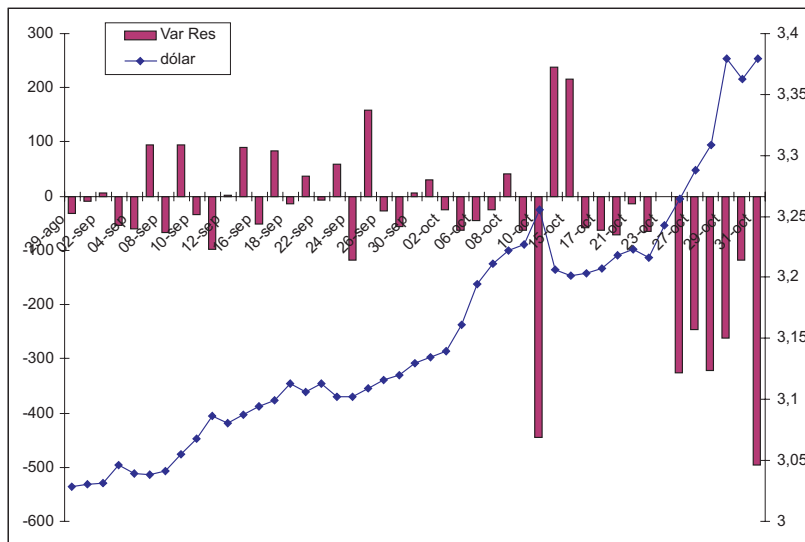
Gráfico N°11
Evolución del Tipo de cambio (\$/u\$s) y
Variación de reservas (en Millones de dólares) Año 2008



Fuente: CIEPYC en base a BCRA

En el siguiente gráfico se acerca el lente sobre lo ocurrido en el mercado cambiario durante los últimos dos meses. La última semana de octubre registra una significativa pérdida de reservas que llegó a un máximo del orden de los 500 millones de dólares el último día del mes, para ponerle un techo a la cotización del dólar cercano a los 3,40 pesos.

Gráfico N°12
Evolución del Tipo de cambio (\$/u\$s) y Variación de Reservas (en
Millones de dólares) Sep y Oct 2008



Fuente: Ciepyc en base a BCRA

Consideraciones finales

Del repaso de los principales acontecimientos recientes en el sistema bancario y en el mercado cambiario podemos marcar algunas características distintivas de los episodios del mes de octubre en relación con lo que había ocurrido fundamentalmente durante el mes de mayo en pleno conflicto con el campo.

1. Si bien la profundidad de la caída de los depósitos y la demanda de dinero en pesos fue menor, la contracción fue más abrupta. La caída que se produjo fundamentalmente durante los últimos días de octubre tuvo una pendiente muy pronunciada. Sin embargo, el piso del nivel de depósitos al que cayeron durante octubre es muy superior al piso anterior.

2. En los episodios del mes de mayo, la principal contracción se había dado en los plazos fijos, mientras que en la actualidad cayeron fundamentalmente los depósitos en cuentas a la vista.

3. De todas maneras, hubo una leve contracción en los depósitos a plazo fijo en la actualidad, fundamentalmente liderada por la caída en los depósitos de más de un millón de pesos. En aquel entonces la caída fue principalmente de depósitos a plazo fijo chicos, incluso los plazos fijo de más de un millón de pesos habían crecido en la crisis anterior.

4. Por su parte, ahora se verifica un acortamiento en los plazos de los depósitos que no se vio en la caída anterior. Se abrió la brecha entre los depósitos cortos y los largos, estos últimos cayeron considerablemente durante el último mes.

5. Las tasas de los plazos fijos se dispararon. Las tasas pasivas para los bancos de los depósitos a plazo fijo se duplicaron durante octubre, superando el techo que habían alcanzado en la caída de depósitos anterior. Las tasas de los plazos fijos se habían duplicado también en pleno conflicto con el campo, pero luego de la crisis quedaron estabilizadas en un nivel un 50% superior a los que registraban con anterioridad al conflicto.

6. Las tasas del mercado interbancario subieron de manera considerable durante octubre, en más de un 50%. La tasa call subió del 8% al 14%. En la caída anterior, salvo un par de días que subieron un punto porcentual, las tasas entre bancos se habían mantenido estables.

7. Otra novedad del comportamiento del sistema bancario en octubre fue el diferencial de tasas entre los plazos cortos y los largos. Los bancos pagaron más tasa por los plazos fijos cortos que por los largos, lo cual supone que los bancos privados no tienen expectativas de licuación de sus pasivos.

Estructura comercial de los Estados Unidos y posibles daños colaterales de la crisis

Por **Germán Saller**

El comienzo de la recesión en los Estados Unidos puede generar un efecto inducido negativo sobre el resto de las economías mundiales a partir de las relaciones comerciales. El 65% del comercio norteamericano lo realiza con China, Europa y sus socios del Nafta. Estos últimos son los más vulnerables ya que de sus ventas a Estados Unidos depende la cuarta parte de su PBI. En la presente nota se estudia la estructura del comercio norteamericano por bloque comercial.

Introducción

En Entrelíneas de la Política Económica N° 14, se presentó una descripción de los orígenes de la crisis financiera internacional a partir de un detallado análisis de la situación financiera de los Estados Unidos (USA).

La presente nota tiene como objetivo analizar la estructura de comercio de USA según el origen de sus compras y destinos de sus ventas y anticiparnos a lo que pueden ser los principales "daños colaterales" de la crisis financiera desde el canal comercial.

La economía norteamericana representa el 25,5% del PBI mundial y su comercio (export más import) es el 22,5% de su PBI y el 5,7% del PBI mundial. Estos datos son más que elocuentes para indicar que un proceso recesivo en Norteamérica tendrá un fuerte impacto a nivel mundial vía la reducción de las importaciones que representan una fuente de demanda para el resto del mundo y a partir de allí, las repercusiones de dicho efecto son iterativas a nivel global, dependiendo de cuán importante sea el comercio con los principales centros detonadores de la crisis.

Las economías más dependientes comercialmente con USA son, desde el punto de vista de sus ventas, los socios del Nafta (Canadá y Méjico), China y la Euro-Zona. Repasemos la evidencia empírica de los últimos años.

La otra invasión

Durante los últimos 20 años la balanza de comercio de Estados Unidos es deficitaria crecientemente al igual que su cuenta corriente. El mundo se preparó en todos estos años para proveer de bienes y servicios a los Estados Unidos.

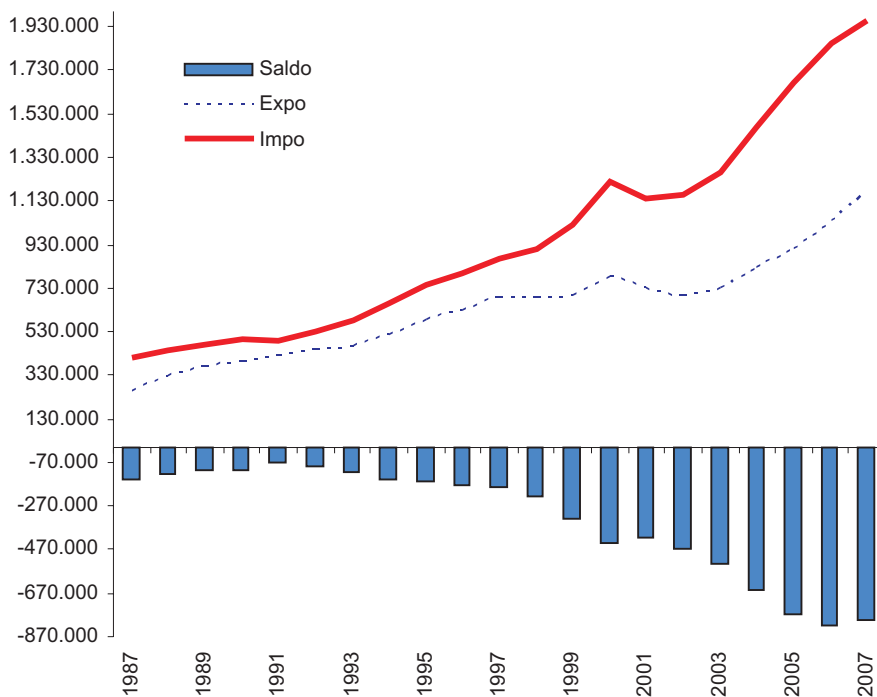
Entre los años 1987 y 1997 el balance de comercio de USA fue deficitario en el orden de los u\$s 130.000 millones anuales, lo que significó, con un PBI creciente, una disminución del ratio déficit comercial/PBI del 3,2% en 1987 al 2,2% diez años después.

En la década siguiente 1997-2007 el desbalance comercial se agudizó, representando un promedio anual para la década de u\$s 500.000 millones, pero alcanzando el 6% del PBI en el trienio 2005-2007 (equivalente a u\$s 800.000 millones).

En los últimos diez años Estados Unidos presenta déficit comercial básicamente con todas las regiones con las cuales comercia. Para el año 2008, su principal generador de déficit es China que representa el 33% del total, sus principales socios del Nafta 18% (México y Canadá), Europa 15% y Japón 10%.

Sin embargo, es interesante observar la dinámica de los últimos 10 años. Prácticamente con todos los bloques comerciales el déficit comercial se incrementó en forma sustantiva y, por sobre todos los bloques, con China. Cabe advertir, sin embargo, que entre 2005 y 2007 el déficit se morigeró con la mayoría de los bloques comerciales, pero esta disminución fue más que compensada por el desequilibrio comercial con la economía China en el año 2006 y casi compensada en 2007. Se observa el gráfico 3 que mientras el déficit comercial con China y con Méjico se incrementa en forma continua, el resto de los déficits con bloques o países se redujo levemente. Esto puede explicarse por la leve ganancia de competitividad de la moneda norteamericana que entre 2006 y 2007 se depreció un 10% en términos reales respecto de las principales monedas del mundo.¹

Gráfico N°1
Balanza comercial de USA. En millones de u\$s

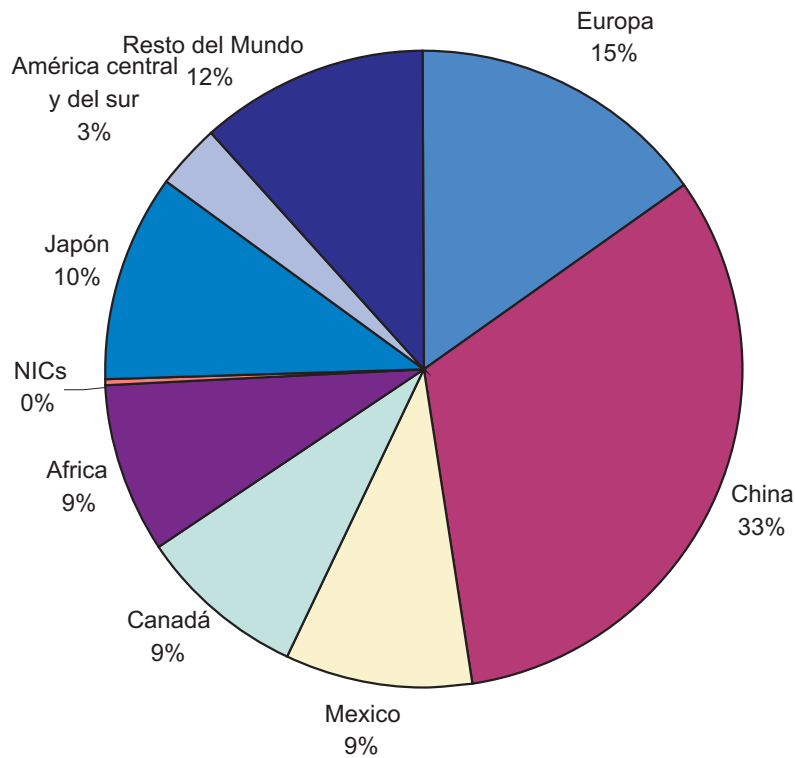


Fuente: CIEPYC sobre la base de datos de U.S. Department of Commerce, Bureau of the Census, Foreign Trade

Las tres regiones comerciales descritas Europa, China y Nafta- representan el 65% del déficit comercial de los Estados Unidos y al mismo tiempo explican el 63% del destino de sus exportaciones y el 64% del origen de sus importaciones.

1) Se toma en cuenta el TCR bilateral con cada bloque o país con que comercia USA ajustado por el índice de precios mayorista

Gráfico N° 2
Composición del déficit comercial de USA por región/país.
Año 2007



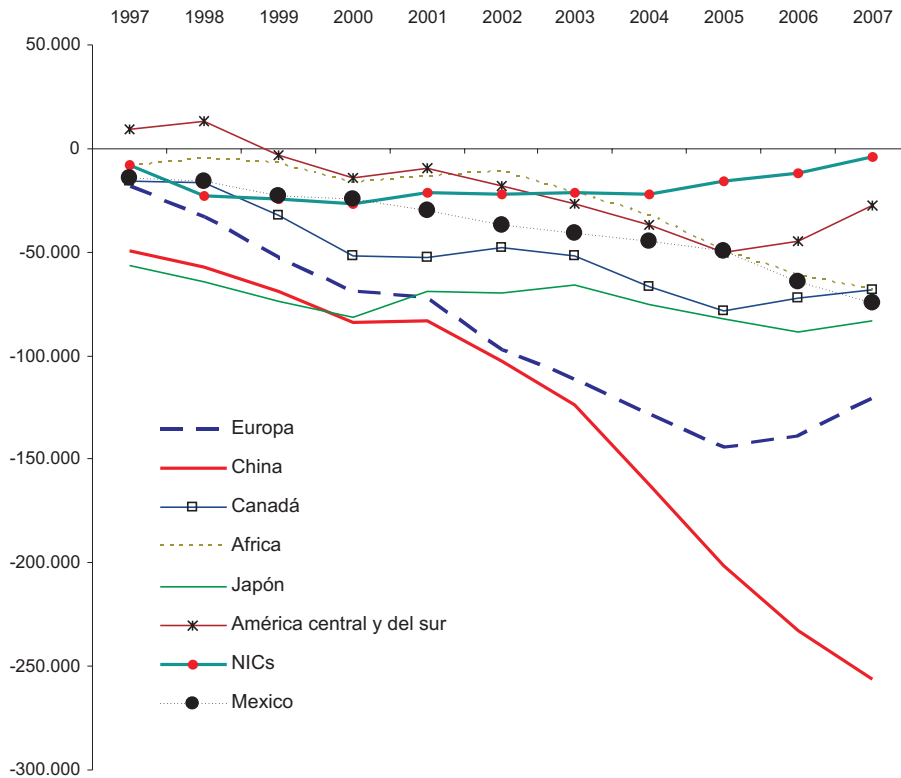
Fuente: CIEPYC sobre la base de datos de U.S. Department of Commerce, Bureau of the Census, Foreign Trade

El caso de China merece un mayor detalle. Del total exportado por Estados Unidos, tan sólo el 5% tiene como destino a China; sin embargo, esta economía es el 16% del origen de sus importaciones, de allí que la brecha comercial con China sea la mayor y alcance el 33% del déficit total.

La fuerte dependencia comercial de estos bloques toma mayor dimensión si comparamos las ventas a Estados Unidos en relación al PBI. Méjico y Canadá son los países más afectados, ya que casi la cuarta parte de la generación de sus respectivos PBI, lo explica la demanda de Estados Unidos. Una caída del 10% de las importaciones de Estados Unidos reduce, sin considerar los efectos indirectos y suponiendo que los países no morigeran los efectos a través de la política económica, casi 2,5 puntos el PBI de las economías socias del Nafta.

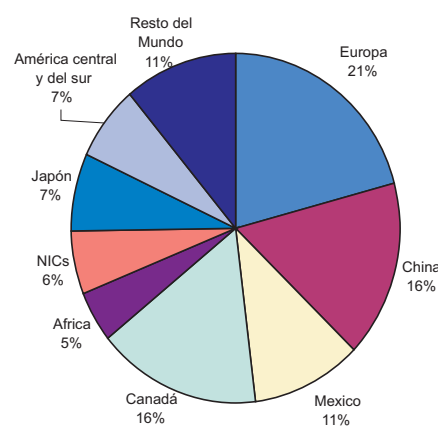
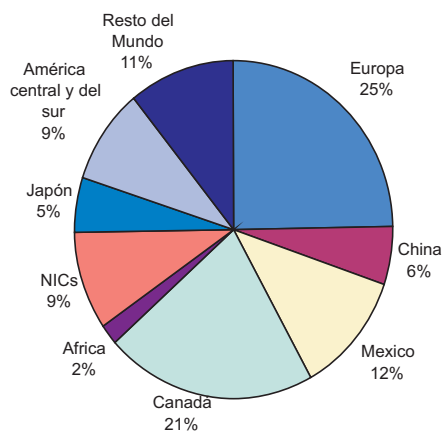
Las exportaciones Chinas a los Estados Unidos explican el 10% del PBI Chino, de modo tal que los efectos de una reducción del ingreso norteamericano afectará fuertemente los ingresos chinos por esta vía aunque con menor efecto que sobre los socios del Nafta.

Gráfico N°3
USA. Balanza comercial por bloque de comercio. Evolución 1997-2007. En millones de u\$s



Fuente: CIEPYC sobre la base de datos de U.S. Department of Commerce, Bureau of the Census, Foreign Trade

Gráfico N°4
Comercio de Estados Unidos. Año 2007
Destino de las exportaciones de USA por región/país. 2007 **Origen de las importaciones de USA por región/país. 2007**



Fuente: CIEPYC sobre la base de datos de U.S. Department of Commerce, Bureau of the Census, Foreign Trade

El menos vulnerable de los bloques comerciales desde este punto de vista es Europa, cuya demanda externa proveniente de los Estados Unidos apenas representa el 2,5% de su PBI, de modo tal que los efectos de la crisis sobre la economía europea están dados más por la vinculación financiera que por la vinculación comercial.

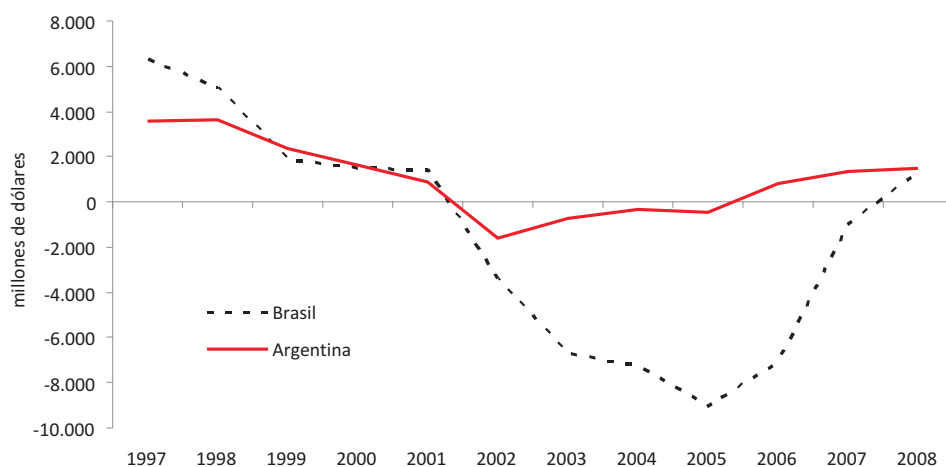
El sur también existe...pero no es tan deficitario

Estados Unidos exportó por \$107.000 millones hacia América Latina durante 2007 y, como en la mayoría de los bloques, presenta déficit comercial al importar de dicha región unos \$137.000 millones.

Buena parte de dicho comercio esta orientado a Brasil y Argentina (el 30% de las exportaciones y el 22% de las importaciones del total regional) aunque el rol de Argentina es muy bajo (alrededor de \$5.000 millones de exportaciones e importaciones en 2007).

Es interesante notar que el comercio con estos países ha presentado una dinámica distinta a la del resto de los bloques comerciales. Si bien desde 2002 en adelante el comercio resulta deficitario para Estados Unidos, a partir de 2005 se reduce fuertemente y ya en 2007 se revierte el signo del intercambio con Argentina y en los primeros ocho meses de 2008 pasa a ser superavitario también con Brasil.

Gráfico N°5
Balanza comercial de Estados Unidos con Brasil y Argentina



Fuente: CIEPYC sobre la base de datos de U.S. Department of Commerce, Bureau of the Census, Foreign Trade

Esta dinámica responde a la apreciación real de las monedas locales respecto del dólar. Para el caso de Brasil, el dólar perdió un 22% de su valor real frente a la moneda brasileña entre 2007 y 2005, mientras que en el caso de Argentina se depreció un 10% frente al peso.²

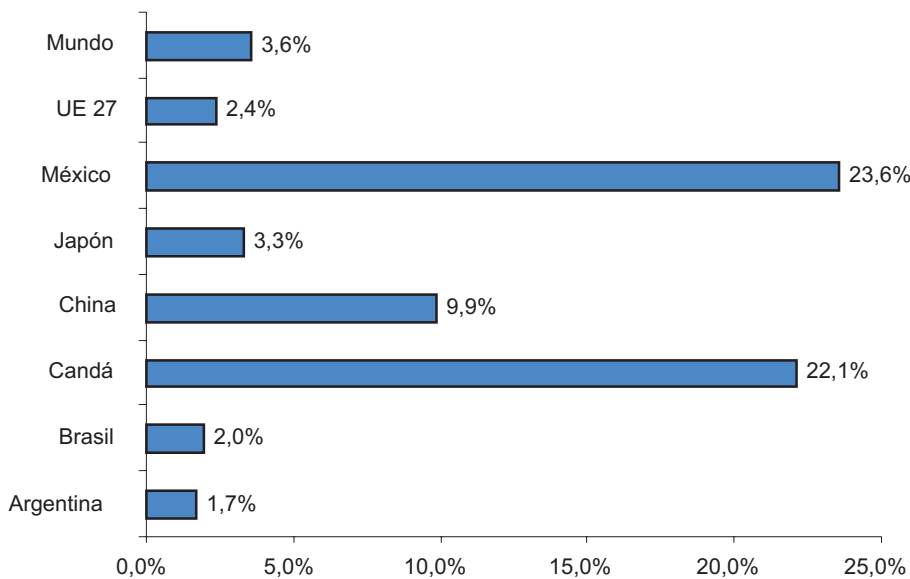
Por último, en lo que respecta a ambos países, la dependencia de la demanda externa norteamericana es relativamente baja ya que no supera en ninguno de los dos casos el 2% de sus respectivos PBI, aunque hay que considerar los efectos adversos para el comercio argentino la caída de las exportaciones de los países a los que argentina

2) Idem pie de página 1

vende.

De lo descrito anteriormente, en relación a los efectos negativos que ocasiona la caída del ingreso norteamericano y la recesión mundial en general sobre el comercio y el ingreso de las economías con las cuales comercia, nada es inevitable si el Estado instrumenta medidas que tiendan a reactivar el vacío que deja la demanda externa. En este sentido habrá que valorar las políticas expansivas de demanda que están impulsando economías como China para no caer en recesión.

Gráfico N°6
Exportaciones a USA en el PBI de cada región/país. Año 2007



Fuente: CIEPYC sobre la base de datos de U.S. Department of Commerce, Bureau of the Census, Foreign Trade y CEI-MRECIC

La presente revista se editó en la
Facultad de Periodismo y Comunicación Social.
Calle 44 N° 676 e/ 8 y 9 - 1° piso - oficina N° 12 - tel (0221)
422-4015 int 112 - Cel (0221) 15-5777409 ó (0221) 15-67417653

CONSEJO EDITORIAL

Lic. Miguel Zanabria
Lic. Alfredo Iñiguez
Lic. Leonardo Perichinsky
Dr. Pablo Lavarello
Lic. Gerardo De Santis

EQUIPO DE INVESTIGACIÓN

Lic. Germán Saller
Lic. Rafael Arístides Selva
Lic. Julián Barberis
Lic. Agustina Battistuzzi
Lic. Matías Mancini
Lic. Gonzalo Peña

ÁREA DE PRENSA

Lic. Edgardo Corroccoli
Lic. Luciana Lanzi