

SUPLEMENTO  
**130**

**RePro**  
REALIDAD PROFESIONAL

# INFORME ECONÓMICO DE COYUNTURA

Nueva crisis  
mundial y Argentina



*Ciencias Económicas*

CONSEJO | BUENOS AIRES



# Nueva crisis mundial y Argentina

## La crisis en Europa

Los efectos de una eventual crisis internacional sobre Argentina se han convertido en un tema central del debate socioeconómico. Nuestro criterio al respecto parte de considerar que no sólo influye la coyuntura internacional, sino también el cambio en las condiciones de la economía argentina.

A nivel mundial debemos tener en cuenta las dificultades de EE.UU. donde aún existen dudas respecto a poder emerger de la situación creada por la crisis financiera 2007-08. En el caso de Europa, encontramos las limitaciones que imponen el euro, el nivel de endeudamiento y las políticas de ajuste implementadas en la región.

La negociación del caso Grecia no implica una "solución" ya que sólo han impedido una eclosión inmediata que se transmitiría por contagio financiero al resto de países de esa región, dadas las condiciones de debilidad por su nivel de deuda y la exposición de sus bancos a esa deuda. La consecuencia hubiese sido un proceso recesivo agudo e inmediato. No en vano Sarkozy ha dicho: "evitó una desgracia al mundo entero" (El Cronista, 27-10-11).

## El acuerdo de la Eurozona

El contenido sintético del acuerdo alcanzado se resume en las siguientes líneas:

- Ampliar el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera ("fondo de rescate") de € 440 mil millones a € 1 billón (millón de millón) para intervenir en los mercados. Tiende a cubrir la función de "prestamista de última instancia" que no otorgaron al Banco Central Europeo.
- Quita del 50% de la deuda de Grecia en manos privadas, en su mayoría bancos europeos. Representan aproximadamente € 100 mil millones que deberán resignar esos bancos.
- Líneas de crédito para recapitalización adicional de bancos por € 106 mil millones (ya habían recapitalizado € 550 mil millones euros).
- Compromiso de ajuste fiscal de las economías europeas. En particular, Grecia e Italia.

Este acuerdo fue ratificado el 27 de Octubre y generó euforia en las bolsas del mundo. Sin embargo, tiene limitaciones muy serias. Y su endeblez se hizo evidente cuando a pocos días de la firma, Grecia anunció que iba a someter las medidas a un referéndum. Las bolsas que al momento de la firma habían expresado toda su euforia, adoptaron un giro opuesto. Y las autoridades de la Eurozona paralizaron todas las decisiones adoptadas. Analicemos las limitaciones del acuerdo:

**Ampliación fondo de rescate:** carece de fechas de concreción y los fondos se obtendrán a partir de colocaciones financieras en el mercado. Este fondo ya ha sido creado y su total alcanzaba € 440 mil millones. Su capacidad operativa se redujo a € 250 mil millones, ya que ha auxiliado a

Grecia, Irlanda y Portugal.

El problema radica en que no surge de ninguna estimación seria. Por otra parte una porción, desconocida por ahora deberá aplicarse a recapitalizar los bancos que no puedan obtener por sí mismos capital adicional, y el resto deberá cubrir los actuales "agujeros negros" de Italia, España, y varios etcétera, que nadie ha estimado.

Su objetivo es la intervención en los mercados para evitar que caiga el precio de los bonos. Aunque ha estado interviniendo en el mismo sentido el BCE, es una función que Alemania interpreta le está prohibido, ya que no puede actuar como prestamista de última instancia.

Y para llegar al monto comprometido no existe otra alternativa que colocar una buena porción de esos bonos en China, cuya posición al respecto aún no se conoce.

**Quita en la deuda:** Debe tenerse en cuenta que sólo tres meses atrás habían estimado esta quita en alrededor del 20 %. Ahora plantean el 50 %. Esto nos ofrece una idea de la aceleración del proceso.

La quita es voluntaria y hasta ahora la han aprobado de manera unilateral los jefes de Estado europeos. Falta un "pequeño" detalle: la aceptación por parte de los bancos. Es sólo una propuesta de reestructuración de deuda a los bancos. Por ahora lo único que pueden hacer es amenazar si no aceptan: *"O asumen una quita del 50% o prepárense para las consecuencias de una suspensión de pagos de Grecia"* (Merkel en El País, 30/10/11).

Por otra parte, la mitad de la deuda sometida a quita está en manos de bancos y fondos de pensiones de Grecia cuya capacidad para ceder el 50 % de la deuda está en duda.

Además el problema tiene ingredientes políticos. La quita y la continuidad del apoyo a Grecia están condicionadas a una supervisión permanente de su economía, una cuasi intervención. Y allí aparece el referéndum de Grecia que interrumpe la euforia de las bolsas.

Y finalmente, falta conocer que harán las calificadoras frente al default encubierto que hay tras la quita. Mientras los países sigan acudiendo a los mercados financieros, existirá la omnipresencia de las calificadoras, a pesar de la fuerte crítica de los propios líderes internacionales.

**Recapitalización de bancos:** Los cálculos de recapitalización de bancos europeos tienen sólo en cuenta la exposición a la deuda griega y no los activos "tóxicos" que detentan: hipotecas-basura titularizadas, exceso de crédito inmobiliario imprudente, etc. Dos detalles que indican la falacia de la estimación de recapitalización:

- El banco franco-belga Dexia que había sorteado las pruebas de "estrés" quebró en estos días justamente por su alta proporción de activos "tóxicos".
- Sólo los bancos de España, que han hecho una estimación afinada, absorberían un cuarto de toda la re-capitalización.



Los banqueros han realizado críticas a esta medida por innecesaria y pronostican que el esfuerzo de capitalización adicional reducirá la capacidad prestable de los bancos. Por ende contribuirá a retardar una eventual recuperación de la actividad.

Compromiso de ajuste fiscal: Italia y Grecia son actualmente los casos más importantes. Grecia inmersa en una crisis terminal e Italia al borde de solicitar auxilio para su rescate.

Los respectivos problemas políticos internos de esos países (anuncio del referéndum en Grecia y Berlusconi sin mayoría parlamentaria), limitan seriamente la posibilidad de concretarlo.

En resumen, demasiados obstáculos a superar junto a medidas imprecisas adoptada para ganar tiempo y evitar una hecatombe inmediata. Merkel en Parlamento de Alemania expresó: *"la situación es la más grave desde la Segunda Guerra Mundial"* (Pág. 12, 27/10/11).

El acuerdo debe interpretarse como metas a cumplir para lo que deberán trabajar muy esforzadamente ya que tienen serias limitaciones. La principal de ellas: ningún país miembro arriesga un solo euro adicional. Todo dependerá de la capacidad de financiamiento de los mercados. Trasladan toda la solución a los mercados financieros.

¿Y qué piensan esos mercados? Ya existen claros indicios de ello. Se trata de la colocación de bonos italianos realizada a posteriori del acuerdo. La euforia de las bolsas queda reducida a una mera maniobra especulativa, pues esa colocación de bonos tuvieron que realizarla a la tasa más alta conocida luego de la creación del euro. Un efecto exactamente opuesto al esperado.

Los problemas del euro y el endeudamiento subsisten y es dudoso que el resto de casos críticos (España, Italia, Portugal, etc.) puedan resolverse de la misma manera, por lo que la amenaza de una recesión en Europa que puede golpear a la Argentina, prosigue. Aún en el caso de tener éxito las medidas adoptadas debemos tener en cuenta que la vía elegida para intentar superar la crisis en el mediano plazo en los países europeos no es por estímulos sino por un ajuste fiscal, con efectos recesivos.

## Canales de transmisión de la crisis a la Argentina

Debemos tener en cuenta que para afectar a Argentina, la crisis europea primero tendrá que transformarse en recesión y ésta se transmitirá sólo por los canales de la economía real. Una crisis por mero contagio financiero no es posible dada las especificidades del flujo financiero en Argentina.

El consultor Miguel Bein ha dicho al respecto: *"Desde el punto de vista financiero, está blindada pero por las malas razones. Tenemos un sistema financiero que es 12 puntos del producto, es un décimo del sistema financiero de un país desarrollado. Entonces, si no hay créditos, no se puede tener una crisis de créditos. Si no hay hipotecas, no se puede tener una burbuja inmobiliaria."* (Ámbito Financiero, 31/08/11).

Esto fue lo ocurrido frente a la anterior crisis internacional (2007/08) cuyos efectos recayeron en Argentina en el año 2009. Del examen de las cifras surge

que el efecto, aunque importante, no tuvo la magnitud que podía preverse en función del tamaño de las economías implicadas y la profundidad que adquirió en los países de origen. Y este desempeño fue posible debido a la "coraza" que representaba el modelo vigente:

- Diferencial en el tipo de cambio.
- Monetización de la economía por baja inflación.
- Altos superávits gemelos.
- Alto nivel de reservas.

Los canales de transmisión de la crisis fueron los circuitos reales. No existió contagio financiero pues en Argentina el crédito prácticamente no existe, tal como lo plantea el consultor Miguel Bein. A nivel internacional, la relación Crédito Privado/PBI de Argentina se encuentra en el mismo escalón que Ghana, Timor, Malawi y Lesotho. Todos los países de América Latina, a excepción de Haití, se encuentran por arriba de Argentina. La diferencia más notable es con el caso chileno que se encuentra más de 6 veces por arriba.

Un observador podría decir que la estadística no refleja la problemática del financiamiento de la empresa privada pues no tiene en cuenta el mercado de capitales. Pero en Argentina, ese mercado que en el año 2010 resultó record de la década, sólo suplementó el muy bajo crédito bancario en un 16,4 %, cuando en el mundo desarrollado el mercado de capitales supera en varias veces el crédito bancario.

Por otra parte, el contagio financiero a nivel mundial se expandió por el crédito hipotecario, mientras que en Argentina, en la década pasada se redujo de niveles de casi el 30 % al 10 % del total del crédito.

El problema radica en que los elementos que formaron parte de la "coraza" que limitó los efectos de aquella crisis, hoy se encuentran severamente debilitados.

## Argentina frente a una eventual recesión internacional

Desde el año 2007 veníamos advirtiendo sobre la necesidad de realizar cambios de tipo adaptativo en el modelo económico a las nuevas condiciones internas e internacionales. Algunos autores como Eduardo Curia, en el mismo sentido, acuñaron el término "service al modelo". No para modificarlo, sino todo



lo contrario, para evitar que una eventual crisis, cualquiera fuese su origen, obligue a abandonarlo.

En lugar de una adaptación del modelo, la capacidad lograda por su funcionamiento anterior y que operaba a manera de una “coraza”, fueron puestos bajo tensión a fin de mantener los flujos económicos en un alto nivel. Y ahora Argentina se encuentra relativamente más débil frente a una eventual reaparición de la recesión internacional.

Analizaremos los cambios en la economía mundial e interna que ameritan una adaptación del modelo económico. Éste funcionó de manera correcta mientras el diferencial del tipo de cambio generaba superávit gemelos y acumulaba reservas. Los cambios en los últimos años produjeron una variación de los niveles de inflación que absorbieron los diferenciales en el tipo de cambio, anulando los superávit gemelos y tiende a reducir las reservas.

## Cambios en la economía mundial

Los factores que influyeron sobre Argentina están vinculados al aumento del precio de los commodities y el cierre relativo de los mercados financieros internacionales.

El precio de los commodities generó un deslizamiento en los niveles de inflación. Las mediciones oficiales duplican los niveles 2003-2006 y el indicador implícito en las cuentas nacionales (“PBI a precios corrientes / PBI a precios constantes”) duplica a su vez el Índice de Precios al Consumidor del INDEC.

Las condiciones del mercado financiero internacional actuaron a la manera de un cierre relativo de ese mercado para Argentina. Se combinaron varios factores que elevaron la tasa “riesgo país”: presión de los bonistas internacionales, calificadoras que objetaron la falta de transparencia en la información económica de Argentina, indefinición en la negociación de la deuda con el Club de París y otras menores.

En esas condiciones de emergencia, Argentina se vio obligada a utilizar las reservas para el pago de la deuda. Aunque esto es correcto en una situación de emergencia, de manera simultánea debieron, en aquel momento, tomarse medidas a fin de evitarlo en el futuro.

Como no se adoptaron esas medidas, ahora el pago con reservas debe hacerse en un marco de fuga de divisas y reducción del precio de los commodities.

La fuga de divisas del circuito financiero se produce debido a que la inflación interna superior al deslizamiento en el tipo de cambio, produce la pérdida del diferencial que tenía el tipo de cambio al inicio del modelo.

La tendencia de los commodities, en particular el precio de la soja se produce por efecto de la crisis internacional ya que el precio de los granos ha pasado a formar parte de los movimientos especulativos en las bolsas mundiales. El efecto es a nivel macroeconómico pues ya afecta los recursos por retenciones. Sin embargo, a nivel de la firma, debe tenerse en cuenta que el precio sigue arriba del promedio histórico y por ahora sigue siendo rentable para los productores.

También perturba las condiciones de Argentina la intensificación de la oleada de productos originado en China y de las regiones con mercados en

recesión, y la tendencia generalizada al proteccionismo.

Un capítulo especial a tener en cuenta en la transmisión de la crisis mundial hacia Argentina es el caso de Brasil, fuertemente ligado a la Argentina por las corrientes comerciales. Las tendencias de la economía mundial y de Brasil en particular tienden a hacer más baratos los productos brasileños. Por otra parte, el grado de inserción de Brasil en la economía mundial hace que la sola presencia de la crisis, aún sin efectos recesivos, tiende a desacelerar el crecimiento de nuestro principal socio comercial.

## Cambios en la economía interna

Los cambios en el funcionamiento de la economía interna se deben a que los problemas estructurales no fueron tocados. Éstos tienen efectos en el mediano y largo plazo. Y el modelo tiene casi una década. Los factores estructurales no tratados de manera correcta, comenzaron a hacerse sentir. Y la problemática de la economía real afectó el circuito financiero.

El gobierno no lo ha tomado en cuenta pues tiene una visión de la economía funcionando en compartimentos estancos. La evidencia la encontramos cuando realiza anuncios de planeamiento sectorial (planes agroalimentarios e industriales con objetivos para el 2020). No tienen en cuenta la profunda interrelación entre el sector real y financiero y de los distintos flujos reales y financieros entre sí: niveles de producción y de inversión, relaciones entre los flujos monetario, cambiario y fiscal, etc. Debería demostrarse que los planes sectoriales son compatibles con el funcionamiento de la economía global.

Problemas estructurales no tratados junto a una visión particular de la economía, afectaron las bases del modelo.

## Infraestructura energética

En la matriz de energía por fuentes, más del 80 % es sostenida por gas y combustibles líquidos. En este marco se produjo un deterioro del autoabastecimiento de energía con caídas netas en producción y reducción de reservas, mientras la economía ha estado funcionando en un alto nivel. El resultado es un notable incremento en la importación de energía, contribuyendo a deteriorar el superávit externo.

El problema deriva de no haber tocado los contratos de las privatizadas implementados en los ‘90, donde las exigencias de inversión fueron endebles o prácticamente no existieron.

## El sector industrial

Las condiciones imperantes desde la apertura de la economía en 1976 llevaron a la industria a convertirse cada vez más en una armadura. El caso más notable es el de la industria automotriz con un balance comercial cada vez más negativo por el bajo nivel de componentes nacionales. Como consecuencia, toda tendencia al crecimiento tiene como contrapartida una elevación más que proporcional de las importaciones y por lo tanto un movimiento en dirección hacia la reducción del balance comercial.

Y es visible cuando a pesar de las numerosas trabas a la importación,



ésta sigue creciendo a alto ritmo. En los primeros 9 meses de 2011, las importaciones han crecido a una tasa superior a las exportaciones. Y el carácter de “armaduría” se sigue reproduciendo. Actualmente con los planes de producción de electrónicos de última generación (smartphone, netbook, iPad, etc.) en Tierra de Fuego.

### **Extranjerización de las firmas**

Este proceso que hoy prosigue con el mismo vigor de anteriores décadas, cuando formaba parte de las políticas explícitas de los gobiernos, tiende a debilitar el superávit externo por vía del crecimiento sistemático de las utilidades y dividendos girados al exterior. El Indec en su estudio sobre las 500 empresas más grandes del país, muestra que las firmas de capital nacional cubren sólo el 20,7 % del total del valor bruto de producción de ese universo.

### **Niveles de productividad física**

Brasil, frente al ingreso de capitales, en lugar de adquirir las divisas con un permanente y alto costo financiero derivado de las maniobras de esterilización monetaria, dejó apreciar el tipo de cambio de su moneda, por contar con altos niveles de productividad.

Argentina, en cambio, para su competitividad, sigue dependiendo del tipo de cambio. Hoy, frente a una relativa apreciación del peso por el diferencial entre devaluación e inflación, sumado a la política devaluatoria de Brasil, va quedando sin margen para exportar a su principal socio comercial. Estas condiciones se expresan en una tendencia hacia al incremento del déficit comercial con Brasil.

Los empresarios argentinos habida cuenta de los múltiples impactos de una devaluación (incluidas la inflación y la reducción del salario real), aseguran que no la piden. En su lugar solicitan medidas para mejorar la productividad bajo la forma de subsidios (menores alícuotas impositivas, aportes por distancia, reintegros, etc.) que dependen de una endeble situación fiscal.

Pero nadie toca el problema de fondo ya que también podría lograrse buenos resultados competitivos bajando el ritmo inflacionario.

### **Perfil de exportaciones**

Una muy alta dependencia del precio de los commodities condiciona los niveles micro y macroeconómicos. A nivel global, el complejo agroalimentario y mineral provee el grueso de las divisas y una porción importante de los recursos fiscales (retenciones). A nivel de las empresas condiciona la rentabilidad de los productores. Y la experiencia histórica nos dice que la existencia de condiciones recesivas a nivel mundial tiende a debilitar los precios, proceso que ya se efectiviza en esta coyuntura, aunque por ahora no pone en riesgo la rentabilidad de las empresas.

### **Brasil dependencia**

Si la apreciación cambiaria y el crecimiento de Brasil fueron aliados fundamentales del crecimiento económico en Argentina en la década pasada,

hoy, la presencia de la situación opuesta: tendencia hacia devaluación y desaceleración del crecimiento en Brasil, preanuncia algunos problemas. Y la mayor preocupación proviene del menor ritmo de crecimiento.

Y esto es mas grave en un contexto de “brasil-dependencia”. Tal como sucedió en los ‘90, la relación cambiaria con Brasil, el crecimiento sistemático de ese país, y el marco institucional del Mercosur, se convirtió en el país de mayor vinculación comercial con Argentina. En los primeros nueve meses de 2011, se exportó a Brasil el 20,5 % del total y de ese origen es el 29,6 % de las importaciones. Sin embargo destacamos la alta concentración sectorial de las exportaciones. El 42,6 % de todo lo exportado a Brasil es “Material de Transporte Terrestre” (complejo automotriz). Y del total de exportaciones de ese complejo, los envíos a Brasil representan el 73,2 %.

En este marco los riesgos de transferencia de la crisis mundial se multiplican. En particular por la mayor sensibilidad de Brasil a la volatilidad internacional debido a su tamaño relativo y a su mayor inserción en la economía mundial. A ello debe sumarse la especial sensibilidad del mercado automotriz a los ciclos económicos frente a los cuales siempre reaccionan más que proporcionalmente.

En Brasil ya han aparecido fenómenos de incremento de stock de autos terminados, suspensión de trabajadores y limitaciones a su importación que comienzan a reflejarse en Argentina. Debemos tener en cuenta que el sector automotriz local es la rama que estuvo liderando los indicadores de crecimiento industrial.

### **Problemas estructurales históricos**

Estos elementos específicos de las dos décadas anteriores, opera junto a problemas estructurales históricos como los niveles de pobreza y la inflación.

En el caso de la pobreza, se ha logrado reducirla respecto a los puntos de crisis pero estimaciones de muy distinto origen señala que se encuentra en niveles similar a los promedios históricos. Esto se refleja en un alto gasto social.

También se acentúa el proceso inflacionario (ver arriba en “Cambios en la economía mundial”) y tiende a reproducirse debido a la permanencia de una estructura de mercados monopólica u oligopólica de los insumos industriales



más difundidos y de los componentes de la canasta familiar. Esa inflación produce exigencias en las negociaciones salariales y deterioran el diferencial del tipo de cambio vigente desde el año 2002.

## Efectos sobre los cimientos del modelo

El accionar combinado de estos problemas estructurales, pendientes de eliminar en Argentina, afectó seriamente las bases del modelo: superávit gemelos (externo y fiscal), el tipo de cambio y las reservas.

### Superávit externo

El superávit externo está representado por el saldo en cuenta corriente del Balance de Pagos (sumatoria de balances comercial, servicios reales, rentas y transferencias unilaterales). Su alto nivel negativo en los '90 se transformó en positivo en la década siguiente. En el periodo 2003-09 la relación Cuenta Corriente / PBI ha sido en promedio del 3,36 %. En el año 2010 cayó al 0,97 % del PBI y en el primer semestre de 2011 nuestra estimación es del 0,20 % del PBI. Una clara tendencia a desaparecer e incluso la posibilidad de convertirse en negativo. Y el modelo exige un alto nivel de superávit.

En los últimos informes y en éste, hemos repasado los factores que generan esta tendencia: importación creciente de energía, saldo comercial negativo del complejo automotriz, mayores giros de dividendos, saldo comercial negativo con Brasil, etc. Habitualmente se difunde el balance comercial. Aunque su saldo está en descenso conserva un alto saldo positivo. Pero para convertirse en "saldo en cuenta corriente", debe soportar previamente el déficit del resto de balances.

### Superávit fiscal

También se ha debilitado, y de manera notable, el superávit fiscal. En la primera década del siglo XXI se había producido, al igual que con el superávit externo, una profunda reversión. De altos niveles negativos se pasó a importantes saldos positivos. En el periodo 2003-08 el promedio fue de +1,53 % del PBI. A partir de allí este superávit prácticamente desaparece. En el año 2009 levemente negativo (-0,62 % del PBI) y en el 2010 levemente positivo (+0,21 % del PBI). Para los años 2011 y 2012 sólo contamos con estimaciones oficiales que aparecen en el mensaje del proyecto de presupuesto del año 2012. Para este año 2011 estiman un bajo valor negativo (-0,63 % del PBI) y un bajo valor positivo para el 2012 (0,20 % del PBI).

Como vemos, las cifras oficiales del resultado fiscal oscilan levemente alrededor de un resultado neutro. Podríamos decir que la ejecución presupuestaria se encuentra desde el año 2009 en una tendencia hacia un resultado neutro o "en equilibrio".

Un observador externo puede extraer como conclusión que estamos ante resultados que en los '90 no pudieron obtener. Por nuestra parte, reafirmamos el criterio de importancia de la desaparición del superávit primario. Así como el modelo de la convertibilidad exigía un equilibrio fiscal que no lograron, el modelo vigente exige un elevado superávit fiscal que fue obtenido hasta año

2008 y que a partir de allí, ya no existe.

Sin embargo, el problema puede ser más grave aún. Las cifras presentadas como estimación del año 2011 y previsión para el 2012 traen un mar de dudas. Tomemos por caso las erogaciones en "Transferencias Corrientes para el Sector Privado" (Familias y Empresas). La estimación oficial para el año 2011 realizada en septiembre es de \$ 67,5 m.m. (miles de millones). Pero si revisamos las ejecuciones mensuales publicadas por el Ministerio de Economía, al mismo mes de septiembre, en ese rubro ya se habían erogado 73,0 m.m., una cifra muy superior a la estimación oficial para todo el año.

Es el rubro que mayor incremento ha tenido en los últimos años. Entre 2007 y 2010, sus valores nominales crecieron a una tasa acumulativa anual del 39 %. Sin embargo, en la previsión para el 2012, el nivel es igual a la ejecución de 2 años antes. Quiere decir que se prevé un crecimiento cero para el periodo 2010-2012, cuando los ejecutados mensuales del 2011 muestran que viene creciendo a un ritmo del 37 %, casi similar al registrado en el periodo 2007-10.

Una proyección elemental nos dice que el resultado final en ese rubro superaría en \$ 30,0 m.m. la estimación del gobierno. ¿A cuánto ascenderá entonces el resultado negativo del 2011? ¿Cuál será el efecto de arrastre en el 2012? El Ministro Boudou anunció el 02/11/110, recortes en este rubro.

Y sin duda que ese rubro aumenta por las deformaciones estructurales ya vistas. En este caso, inflación, niveles de pobreza y deformaciones energéticas y en transporte.

Y la tendencia al aumento de gastos podría no ser acompañada por un incremento de los recursos. La tendencia bajista del precio de los commodities tiende a deteriorar la recaudación de las retenciones. Si comparamos el periodo enero-septiembre de los años 2010 y 2011, mientras que los recursos tributarios globales crecieron un 32,5 %, los derechos de exportación aumentan un 20,5 %.

También el gobierno recurre para el "cierre" fiscal, a los resultados del BCRA y del ANSES. Estos fondos representaban una porción de la "coraza" que, de manera implícita actuó en el 2009, ya que podían ser utilizados en una situación de emergencia. Pero la emergencia se transformó en habitualidad, y de hecho los anula para una eventualidad de ese tipo.

No sólo que ya se ha dispuesto de esos fondos sino que las utilidades del BCRA son cada vez menores y tienden a desaparecer. Las utilidades obtenidas en el 2009 de \$ 23,5 m.m. descendieron en 2010 a \$ 8,9 m.m. Y la tendencia es decreciente pues ya hace varios años que la actividad central (ingresos y egresos por intereses) resulta francamente negativa.

Es el resultado del bajo nivel de tasa internacional que pagan por el depósito de reservas. Y estos recursos no alcanzan a cubrir el pago de intereses de las letras de esterilización monetaria con tasas relativamente altas del mercado interno.

Este déficit es mas que compensado por la diferencia en el tipo de cambio aunque cada vez con menor efecto. En los últimos meses el BCRA se vio compelido a impedir que el tipo de cambio se ajustara en función de la alta



demanda especulativa. La única fuente de utilidades del BCRA es cada vez más estrecha y por ende el auxilio a la ejecución presupuestaria.

## Tipo de Cambio

La inflación deterioró el diferencial del tipo de cambio y no sólo que abarató e impulsó una oleada de importaciones que no puede detenerse a pesar de las múltiples trabas. De manera paralela este fenómeno también ha impulsado un proceso de fuga de divisas del circuito financiero en gran escala. Es una demanda de divisas como reserva de valor que reemplaza los depósitos a plazos, produciendo perturbaciones en el mercado cambiario y financiero.

Sin embargo, para que la fuga de divisas del circuito financiero fuera record en un país con antecedentes históricos graves en la materia, debían existir causas complementarias. A la percepción de un dólar barato se sumó la existencia de tasas pasivas reales negativas en el sistema financiero. Además jugaron las expectativas que llevaron a anticiparse a controles más estrictos y también jugaron las previsiones negativas en las condiciones internacionales.

El BCRA operó en el mercado cambiario para evitar el deslizamiento en el valor de la divisa, pero sólo consiguió incentivar el efecto ya que la divisa aparecía, a los ojos de los agentes económicos como cada vez más barata. Sus efectos no son menores: inflación en dólares, tendencia al aumento de las importaciones, mayores giros de dividendos, fuga de divisas y deterioro de la rentabilidad de los exportadores.

Las autoridades monetarias trabajaron bajo el supuesto de que eran las expectativas propias de un proceso preelectoral y por ende sólo coyunturales. Sin embargo, las elecciones internas de los partidos políticos del 14 de Agosto dieron una señal muy clara del resultado del 23 de octubre. Y a pesar de haberse despejado toda duda respecto al resultado electoral, prosiguió con y con mayor fuerza la presión de la demanda en el mercado cambiario.

Y lo sucedido luego del 23 de octubre ratificó la tendencia. Fue visible que las medidas preeleccionarias adoptadas tales como vender dólares a futuro, elevar la tasa de interés de las letras para que los bancos subieran la tasa pasiva, etc., eran muy débiles respecto a la gravedad del problema



Recién a posteriori de las elecciones el gobierno adoptó medidas tributarias y cambiarias tendientes a incrementar la disponibilidad de divisas y evitar la demanda especulativa. El efecto de impedir la sangría de divisas es posible de lograr. Sin embargo, tendrá un efecto colateral negativo: el impacto derivará hacia la elevación del dólar "paralelo", cuyas operaciones no requieren de requisito fiscal alguno.

La alta cantidad de divisas disponibles en Argentina fuera del circuito financiero alimentará ese mercado y se convertirá en una transferencia entre los que acumularon dólares aprovechando la liberalidad anterior de las operaciones y los que recién ahora intentan dolarizar sus carteras. El riesgo radica en que el mercado podría tomar la cotización "paralela" como el valor real del dólar y agudizar el proceso inflacionario. En ese caso, los salarios y los exportadores industriales serían gravemente afectados.

## Reservas

Frente a condiciones de emergencia, Argentina utilizó las reservas de divisas del BCRA para el pago de la deuda. Y en informes anteriores hemos acotado que resulta una medida correcta habida cuenta de condiciones de emergencia (tasas internacionales elevadas para Argentina), pero que de manera simultánea debían haberse tomado medidas a fin de evitarlo en el futuro.

Sin embargo, la emergencia fue reemplazada, también en este caso, por la habitualidad. La utilización de reservas para el pago de la deuda en condiciones de fuga de divisas deterioró el nivel de reservas en el BCRA, un elemento crucial de la "coraza" del modelo frente a los shocks externos.

Cualquier otra administración, en esas condiciones, hubiese hecho lo mismo. La cuestión radica en los fundamentos. Si se justifica en una situación de crisis que toma de sorpresa a las autoridades, se buscan alternativas para no tener que hacerlo en el futuro. Como no quisieron admitir condiciones de crisis, invirtieron el argumento y convirtieron el pago con reservas en una "virtud" del modelo que debía ser aplicada de manera sistemática y permanente. Y el pago con reservas fue una "virtud" justificada con el desendeudamiento y su bajo costo relativo.

Ambas justificaciones están basadas en una visión parcial del problema. En el caso del desendeudamiento, hace alusión sólo a la deuda externa. La deuda pública global no se modifica ya que la deuda externa que se reduce pasa a ser deuda interna. En el caso del costo se toma sólo el rubro que el Tesoro paga al BCRA por el uso de las divisas. Y es un costo es muy bajo ya que se define por el equivalente que el BCRA cobra por las reservas depositadas en bancos del exterior.

No toman en cuenta el alto costo del BCRA para esterilizar los pesos excedentes cuando se compraron esas divisas y que a pesar de ya no disponerlas (entrega en préstamo al gobierno), debe seguir pagando. Si el gobierno hubiese comprado esas divisas con sus recursos genuinos, el BCRA podría haber eliminado su pasivo remunerado. Están trasladando un gasto presupuestario a erogaciones del BCRA.



## Qué hacer

En el periodo previo a las elecciones del 23 de Octubre hubo un gran debate alrededor de si Argentina estaba o no blindada frente a una crisis internacional. Fue un falso debate ya que los riesgos provienen tanto de la economía internacional como de la economía interna.

La continuidad de la fuga de divisas del circuito financiero luego de la definición electoral y de anuncios positivos provenientes de la eurozona (que duraron pocos días) es un claro indicador de lo afirmado.

Frente a estos riesgos es necesaria una adecuación del modelo, modificando los mecanismos perversos de la economía interna. Y ésta adaptación del modelo es la única garantía de protección de la economía argentina frente a los embates de la economía mundial generados: caída del precio de los commodities, acentuación del cierre del mercado financiero internacional y proteccionismo liso y llano.

Tomemos como ejemplo el caso de Brasil. Frente a los problemas de la economía interna (mayor inflación, retraso en el tipo de cambio, etc.) y las amenazas de la economía internacional, adopta una batería de medidas tendiente a mejorar y proteger los flujos reales y financieros. Algunas de esas medidas son:

- Reducción de la tasa de interés,
- Devaluación del tipo de cambio,
- Proteccionismo aduanero,
- Mayor superávit primario en base a reducir el gasto corriente sin afectar el gasto social y la inversión pública,
- Elevar el stock de reservas,
- Subir encajes bancarios,
- Creación de un fondo anticíclico,
- Desgravaciones tributarias orientadas a reducir costos salariales,
- Elevación de aranceles para importar vehículos extra zona,
- Solicitar al Mercosur ampliar las excepciones al arancel externo común, y elevarlo para productos restantes,
- Solicitar autorización a la OMC para aumentar los aranceles de importación,
- Ídem en medidas para-arancelarias por compensación a países afectados por la revaluación de sus monedas,
- Plan de infraestructura para mejorar la competitividad,
- Mayor proteccionismo a través de licencias no automáticas de importación.

Esto no significa que Argentina deba adoptar ese tipo de medidas. Es sólo para ejemplificar el criterio de adoptar una batería de medida tendiente a atacar el problema, de manera simultánea por todos sus flancos. En nuestro país, frente a riesgos equivalentes, sólo se toman medidas en el mercado cambiario y luego de meses de una importante sangría de divisas. Además asoman sólo tibias medidas respecto a racionalización del gasto público.

Estos riesgos no implican escenarios de catástrofe, sino situaciones de dureza económica y social que serán percibidas como fuertes debido a que ya

nos hemos desacostumbrado a convivir con situaciones de emergencia.

Por su parte, los actores sociales ya han comenzado a tomar posiciones. Las entidades representativas de los trabajadores, frente a un eventual "techo" a las paritarias expresan que pedirán menos aumentos salariales, sólo si el gobierno logra reducir la inflación. El problema radica entonces en que si el gobierno podrá o no blanquear la actual situación inflacionaria.

Los grupos industriales potencialmente mas afectados, en particular los exportadores industriales, niegan solicitar la devaluación en el tipo de cambio, pero piden en cambio medidas para mejorar la competitividad (subsidios, reducción de impuestos, cierre de mercados) cuyo efecto macroeconómico es similar a una devaluación. Este tipo de medidas traslada el problema del mercado cambiario al balance fiscal cuyo deterioro actual, pone entre paréntesis la posibilidad de hacerlo.

Estos posicionamientos de los grupos sociales nos dicen claramente que las medidas a adoptar frente a los problemas internos, potenciados por una eventual recesión mundial, más allá de los tecnicismos, debe realizarse de manera consensuada.

Consulte Informes de Coyuntura anteriores  
en la sección Biblioteca Virtual

[WWW.CPBA.COM.AR](http://WWW.CPBA.COM.AR)

