



La crisis económica internacional y sus efectos en Argentina

Eduardo Luis Fracchia
IAE - Universidad Austral
13 de Noviembre de 2009

Efectos de la crisis en USA

- a) En el primer cuatrimestre de este año se destruyeron más de 2.600.000 puestos de trabajo.
- b) Entre el último trimestre de 2008 y el primero de este año, el PBI estadounidense registró una caída superior al 6%.
- c) Desaparición de presiones inflacionarias, y riesgo todavía no disipado de una explícita deflación de precios de bienes y activos, no sólo de salarios.

Costo de la crisis

Lawrence Summers, planteó que en los últimos 18 meses la **destrucción de riqueza** en el mundo por esta crisis ha sido de unos U\$S 50 billones, casi 4 veces el PBI de EEUU. De este total, la pérdida directa por la crisis “subprime” sería de no menos de U\$S 13 billones, o sea casi el 100% de PBI de los EEUU. Si está en lo cierto, es claro que los **paquetes de estímulo fiscal** ya aprobados serán insuficientes para poner un “piso” creíble a esta crisis, al menos en el corto plazo.

Visión de la crisis: Minsky (I)

En opinión de muchos, Hyman P. Minsky se ha vuelto a poner de moda. En varias ocasiones, periodistas, bloggers y reconocidos economistas han mencionado este nombre asociado a los mecanismos que producen las crisis financieras. En esencia, Minsky afirma dos cosas. Uno: existen economías más o menos frágiles, según el peso que las deudas tengan en el ingreso total de los distintos actores que componen una economía. Dos: cuando las economías son poco frágiles, los actores tienden a formar más deuda, incrementando el grado de fragilidad.

Minsky (II)

Según Minsky, el sistema es proclive a caer en situaciones en las que la carga de las obligaciones financieras es tan grande que existen dificultades para repagar las deudas. Los actores deben posponer sus decisiones de consumo y dedicar mayores ingresos al pago del capital y los intereses. En muchas ocasiones se hace necesario salir a vender activos financieros para obtener fondos frescos. Como consecuencia el precio de los activos se desploma (aún más) y las tasas de interés se elevan. Este tipo de procesos es lo que Irving Fisher, un gran economista norteamericano, denominó como “proceso de deflación de deudas”.

Minsky (III)

Mucho de lo que se puede decir sobre lo que ocurre hoy con nuestra región puede aprenderse de Fisher. En su trabajo seminal publicado en el Journal Econométrica donde se analiza la “deflación de deudas”, Fisher reconoce que las crisis capitalistas pueden tener diversas causas, pero que existen importantes diferencias, en lo que respecta a su intensidad y duración, entre aquellas en las cuales se acumula deuda en exceso en las fases expansivas previas y aquellas en las que no. Como los mercados financieros pueden ser inherentemente inestables, un elevado nivel de endeudamiento puede incrementar la gravedad de las contracciones.

¿Hay piso en la crisis internacional?

La economía mundial estaría llegando en junio a un “piso” transitorio para la caída de la actividad y del empleo que ha seguido al colapso financiero de los EEUU. Se espera que a partir de julio se inicie un **período de saneamiento de bancos** y de incipiente recuperación en las economías más desarrolladas y en el comercio internacional.

Se requiere como mínimo de un programa de estabilización que combine varias políticas, con varios objetivos e instrumentos adecuadamente coordinados.



LA SALIDA EN “U” DE ESTADOS UNIDOS

La recesión parece moderarse por la política monetaria e impulsos de estímulos fiscales. Pero vientos en contra financieros, el desempleo creciente, y enormes pérdidas de riqueza indican que la recuperación será moderada.

EURO ZONA

Lo peor de la recesión parece haber terminado. Mientras esperamos una nueva contracción del PIB en el corto plazo, una modesta recuperación en el final del año parece probable. Después de la reducción de las tasas al 1% en mayo, esperamos que el BCE también pueda impulsar la economía evitando la trampa deflacionaria.

Política monetaria de USA

Desde la segunda mitad de marzo se observa el abandono de fin de políticas monetarias pasivas, de tipo “reactivo”, y la adopción de un agresivo expansionismo cuantitativo que puede significar un aumento de la **base monetaria** de aproximadamente U\$S 1,15 billones en menos de un semestre.

Déficit fiscal de USA

A más de 8 meses del “septiembre negro” de 2008, nos encontramos en un escenario en el que la tasa de crecimiento del agregado M2 en EEUU es casi la mayor de los últimos 40 años, y del déficit fiscal acumulado en 12 meses, se encuentra en su récord histórico: tiende a superar el billón y medio de dólares.

Endeudamiento privado de USA

La deuda por tarjetas de crédito en los Estados Unidos ascendía en marzo a U\$S945.900 M, un 25% superior al monto promedio anual de la década pasada. A su vez, de acuerdo a la calificadora Moody's, las familias estadounidenses tienen, una deuda promedio por tarjetas de crédito de casi U\$S 8.400.-

País	Condiciones iniciales (fin de 2008) (%PBI 2008)		Tamaño total del paquete de estímulo anunciado entre fin de 2008 y primeros meses de 2009	
	Deuda pública gobierno nacional	Resultado fiscal primario	U\$S miles de millones	%PBI 2008
Argentina	51.0%	1.7%	4.400	1.3%
Brasil	40.7%	s.d.	8.600	0.5%
Alemania	62.6%	0.9%	199.000	5.1%
Japón	170.4%	-3.1%	104.400	2.2%
Gran Bretaña	47.2%	-4.8%	40.800	1.5%
Estados Unidos	60.8%	-3.2%	1.625.369	11.4%



Materias primas

En general se prevé que los precios de las materias primas relevantes para las exportaciones de la región de América latina caigan en 2009 más del 33% en comparación con 2008, y que se recuperen tan sólo un 3% en 2010.

Remesas

Las remesas hacia la región de América latina crecieron, en promedio, a un ritmo superior al 15% anual desde 2000, pero empezaron a desacelerarse a mediados de 2006. Al profundizarse el deterioro de la economía mundial, la desaceleración se intensificó en los últimos tiempos y en varios países las remesas ya están contrayéndose.

América Latina

Para el 2009, se prevé que el PIB de América latina se contraerá en $1 \frac{1}{2} \%$ frente a un crecimiento de aproximadamente $4 \frac{1}{2}\%$ en 2008. Según las proyecciones, la desaceleración será generalizada en la región, y será más pronunciada en los países exportadores de materias primas y las economías con vínculos manufactureros más estrechos con la cadena mundial de producción industrial.



Paquetes fiscales de estímulo

Los paquetes de estímulo fiscal representan aproximadamente el 3% del PBI del mundo, y casi el 54% corresponde al gobierno de los EEUU.



Política fiscal en la región

El costo presupuestario de los programas de estímulo varía desde 0,6% del PIB en Brasil hasta el 2,9% del PIB en Chile. Algunos países también están adoptando planes de estímulo a través de préstamos y garantías de los bancos públicos de desarrollo, lo cual no se clasifica como gasto público. En el caso de Brasil, estas medidas suman el 3,5% del PIB para el período 2009-2010.

Ahorro

Adicionalmente, no abundan las alternativas atractivas para canalizar los ahorros. En el exterior no hay incentivos debido a la desconfianza que genera la crisis financiera. En el mercado local, debido al fuerte deterioro de los instrumentos del **mercado de capitales** (bonos soberanos, bonos corporativos y acciones) que se acentuó tras la nacionalización de las AFJP, además de las mencionadas restricciones que enfrentan inversores medianos y grandes para comprar dólares. Sin pánico cambiario y sin buenas opciones de inversión disponibles, los ahorristas han retornado a los bancos, favoreciendo una recuperación de los depósitos privados en dólares.

Fuga de capitales

Los **depósitos a plazo fijo en pesos** del sector privado continúan perdiendo relevancia, víctimas de la nacionalización de la AFJP, la **progresiva dolarización** de los depósitos minoristas, la erosión de la depreciación cambiaria y la inflación. Medido en dólares, el stock de plazos-fijos en pesos del sector privado perdió un 25% de su valor desde mediados de septiembre de 2008, cuando alcanzó un pico de U\$S 21.200 millones, a U\$S 15.000 millones a fines de mayo.

El **M2 en pesos** registra un incremento interanual de 8.4% nominal, que en términos reales implica una caída en torno al 6%.

Fuga de capitales

Si bien la **dolarización de portafolios** ha perdido algo de fuerza, la tendencia se mantiene. En un contexto de términos de intercambio menos favorables y demanda externa más débil, luce cada vez más difícil que el Gobierno pueda obtener las divisas necesarias para cubrir sus compromisos externos sin recurrir a las Reservas.

Fuga de capitales

De lo contrario, el aumento del superávit de cuenta corriente (es decir el mayor ahorro doméstico) necesario para cubrir las necesidades de financiamiento, debería producirse por un ajuste contractivo de la demanda interna que deprima las importaciones.

La **desmonetización** generada por la incesante salida de capitales ejerce una influencia contractiva sobre la actividad económica, atando de manos al BCRA para intentar **medidas contracíclicas**.



Fuga de capitales

El gobierno empieza a recoger las consecuencias de un modelo de relativo cierre económico y aislacionismo internacional. No se vislumbra mejora alguna en las relaciones con los países industrializados y los temores por confiscaciones no se han disipado. Mientras la repatriación de capitales se presenta como un nuevo fracaso de política, el BCRA ha debido reforzar los controles de cambios para detener la fuga de capitales iniciada un año atrás.



Fuga de capitales

La restricción más importante, en estos casos, está vinculada a la demanda de saldos reales en pesos. La altísima sensibilidad de la demanda de dinero en Argentina no permite aplicar políticas en contextos de alta y creciente incertidumbre.

Fuga de capitales

Para respaldar con datos lo dicho, en el año 2008 los residentes del país habrían dolarizado carteras por la suma de 23.000 millones de dólares, equivalentes a 35% de las exportaciones de dicho año y al 7% del PIB del país. En definitiva, lo expuesto en los párrafos previos no es una mera elucubración intelectual, o puro alarmismo; es poner sobre la mesa los potenciales efectos de medidas que se desearían impulsar desde algunos ámbitos del gobierno.

Déficit fiscal

Influyeron el fuerte aumento del gasto, la coparticipación parcial de las retenciones a las exportaciones de soja a provincias y la acusada desaceleración del aumento de la recaudación, por la recesión económica.



GASTO PÚBLICO

El gobierno podría tomar la decisión de expandir su gasto muy por encima de la recaudación, recurriendo al financiamiento bancario privado voluntario –o no tanto-. Se descuenta que el gobierno seguirá tomando prestado dinero del subsistema estatal, como son los casos de la ANSES, Lotería Nacional y AFIP.

GASTO PÚBLICO (II)

A esto se suman los mayores márgenes para endeudamiento de la Tesorería con el Banco de la Nación Argentina y el Banco Central permitido por las reformas de sus respectivas cartas orgánicas cuyo origen se remonta a la sancionada Ley de Presupuesto 2009. No es otra cosa más que reemplazar el gasto privado por el público, ya que el primero no se realiza en la medida en que se estima necesario para estabilizar el ciclo.

GASTO PÚBLICO (III)

El cuadro fiscal se sigue complicando en perspectiva. Independientemente del resultado del blanqueo de capitales y de la moratoria previsional y laboral, el gobierno continuó con el **rescate de empresas** del sector privado con el propósito de sostener la ocupación.

Situación fiscal provincias

La situación fiscal de las provincias es otra fuente potencial de inestabilidad. Por un lado, los estados provinciales están experimentando una fuerte desaceleración de sus ingresos, aún contemplando la coparticipación de las retenciones a la soja que aportarían \$5.000 millones, debido a la desaceleración del resto de los impuestos nacionales coparticipables y al carácter altamente cíclico de los impuestos recaudados a nivel provincial.

Recaudación tributaria

El estancamiento de la **demanda agregada** se evidencia en la caída de las ventas, la insuficiente demanda de los créditos direccionados por la ANSES y la caída en la importaciones. El impacto sobre la recaudación se ve agudizado en los gobiernos provinciales con crecientes dificultades financieras (principalmente la provincia de Buenos Aires y de Córdoba). Cada vez suenan más fuerte los rumores sobre emisión de **cuasimonedas provinciales**.

Vencimientos de Deuda Pública

Según estimaciones privadas habría vencimientos por U\$S6,000 millones en moneda extranjera y \$ 22.000 millones (otros U\$S 6.000 millones) en moneda doméstica. Teniendo en cuenta que el superávit primario alcanzó U\$S 1.250 millones en el primer trimestre y con tendencia a la baja, la situación no parece tan cómoda, aun recurriendo a las fuentes internas (BCRA, Banco Nación, excedentes de otros organismos) y externas (BID, Banco Mundial), disponibles.

Vencimientos de Deuda Pública (II)

Teniendo en cuenta que los vencimientos de deuda pública en moneda extranjera hasta fin de año entre capital e intereses, todos los caminos apuntan a que Gobierno deberá recurrir a las reservas del BCRA para hacerse de las divisas para afrontarlos. Por ello, no resulta extraño que las autoridades endurezcan aún más los controles y restricciones para operar en el mercado de cambios, forzando un aumento del superávit de cuenta corriente para evitar tener que recurrir a las reservas.

Nuevo Rol del FMI (I)

La crisis también ha puesto de manifiesto la necesidad de una **provisión internacional de liquidez**. En el contexto de la crisis actual se ha abordado esa necesidad mediante acuerdos bilaterales ad hoc para el intercambio de monedas (swap), que abarcan un pequeño conjunto de países. De cara al futuro la provisión mundial de liquidez puede mejorarse, ya sea aumentando los recursos del nuevo Servicio de Liquidez a Corto Plazo del FMI o bien estableciendo una estructura multilateral que permita que la liquidez proporcionada por el FMI sea cofinanciada por otros países miembros y acreedores oficiales.

Nuevo Rol del FMI (II)

Por último la crisis ha dejado en un mundo de flujos de capital grandes y volátiles, los países en crisis necesitarán acceder a fuentes de fondos más abundantes que en el pasado, y mayores que las que el FMI puede ofrecer actualmente. Será entonces necesario aumentar los recursos disponibles para que el FMI pueda cumplir mejor su cometido central de garantizar la **estabilidad financiera mundial**.



¿El retorno al FMI? ¿o al Comandante Chávez?

En sintonía con este enfoque, el directorio del Fondo estaría por aprobar un nuevo programa –denominado **Línea de Crédito Flexible**- que reemplazaría al anterior y daría financiación a los países emergentes que enfrenten presiones en el corto plazo sin que ellos sean culpables de los problemas. Esto haría que los gobiernos no tengan que recurrir a un programa crediticio tradicional del FMI, que implica condiciones más estrictas.

Sector externo

Los **términos de intercambio** que relacionan los precios de exportación e importación, sufrieron un deterioro del 10% en el 1er cuatrimestre.

El crecimiento del superávit comercial, por el contrario, permite corregir hacia arriba el superávit **de la cuenta corriente** del balance de pagos, que sería prácticamente similar al de 2008, del 2,3% del PIB.



Sector externo: Caída de las importaciones

La caída interanual de las importaciones promedio del primer semestre estimado será de 43%. La caída acumulada enero abril trepa al 38%. La razón del derrumbe de las importaciones no es otra que la recesión económica del país.

No cede la incertidumbre sobre el escenario político y económico local para el próximo semestre. El centro de la atención sigue focalizado en probables cambios en la política cambiaria.

Cosecha

De acuerdo a las proyecciones de USDA y SAGPyA, la producción de granos de la campaña 2008/2009 rondaría las 60,1 millones de toneladas, retrocediendo un 35%. Se trata del tropiezo productivo más profundo de las últimas tres décadas. Sólo se asemeja lo sucedido en la campaña 1988/1989, donde la producción se contrajo casi un 30%.

Retenciones

La recaudación de derechos de exportación bajaría (manteniéndose precios y volúmenes de exportación tal cual se prevén hoy) entre \$8.600 millones y \$10.500 millones respecto de lo generado en la campaña pasada.

¿El Dólar pasará los \$4? ¿Cuándo?

De todos modos, entre la situación “apretada” del mercado cambiario, las tensiones fiscales y las presiones por parte de aquellos sectores que sufren por el atraso cambiario, parece muy poco probable que el tipo de cambio no sufra un ajuste alcista en el segundo semestre del año.

Agro

Las pérdidas directas del agro argentino en este año ascenderían a unos \$43.000 millones (casi U\$S 12.300 millones).



Desempleo

El desempleo “se mueve” desde el interior hacia Capital Federal y el Gran Buenos Aires, que recién registrará los conflictos a partir de julio.

Argentina: Medidas de política

Se reeditan medidas ad hoc inefectivas como la promoción de créditos para compra de bienes durables de consumo e inmuebles. También un intervencionismo desordenado que despierta crecientes suspicacias respecto de sus objetivos últimos.

Objetivos de política económica

Una vez más, los problemas más graves hoy no pasan por los desequilibrios macroeconómicos de corto plazo que, en todo caso, son de una magnitud manejable e inferior al que alcanzaron en el pasado. Ninguno de los **indicadores macro claves** –resultado fiscal, saldo del sector externo, necesidades de financiamiento públicas y privadas, nivel de reservas internacionales, nivel del tipo de cambio real- presentan dificultades insolubles o que no se puedan corregir sin recurrir a ajustes abruptos.

Objetivos de política económica

Quizás menos visibles, pero de consecuencias potencialmente más nocivas y duraderas, son los crecientes costos y distorsiones que impone a las actividades privadas un **gobierno ávido por hacerse de recursos** para poder aplicarlos discrecionalmente en pos de alcanzar sus objetivos políticos:

Distorsiones (I)

1. Impuestos distorsivos, carga tributaria asfixiante y errática, en especial sobre los sectores más productivos y de mayor potencial a mediano plazo:
2. Avance de la estatización y nacionalización de empresas y actividades privadas;
3. Apropiación y uso arbitrario del stock de ahorros previsionales;
4. Direccionamiento arbitrario del crédito;
5. Destrucción del sistema de estadísticas oficiales;

Distorsiones (II)

6. Avances de normas laborales y sindicales que atentan contra la productividad y la rentabilidad;
7. Trabas y prohibiciones para realizar operaciones de exportación e importación;
8. Controles asfixiantes sobre la actividad financiera;
9. Fracaso en la provisión de los servicios públicos básicos como salud, educación, seguridad e infraestructura básica, pese al extraordinario aumento que registró la recaudación tributaria y el gasto público primario en los últimos 5 años y la lista de desastros puede seguir.

Política económica en Argentina

Lo que se propone para salvar la contradicción de la política económica actual es rediseñar la política fiscal y de ingresos, de tal manera que el esfuerzo de la reactivación recaiga sobre el sector privado y no sobre el público. Para ello hay que aumentar el ingreso disponible de los sectores más pobres y descomprimir la carga fiscal sobre el sector agroexportador, el cual actuaría como el primer motor de la reactivación necesaria del país. Este último componente incluye, más allá de lo acordado con el sector y de otras medidas para productos regionales o zonas en emergencia productiva lo siguiente:

- Liberalizar completamente las exportaciones agroindustriales, eliminando las restricciones cuantitativas y regulaciones *de ipso* sobre la producción y comercialización interna y externa.
- Derogar las retenciones a todos los productos del sector con excepción del complejo sojero, para el que podría sostenerse retenciones segmentadas por volumen, y con alícuotas máximas similares a las vigentes antes del último aumento de retenciones fijas de noviembre de 2007. El diseño de una estrategia agroalimentaria de mediano plazo tendría que contemplar la eliminación de este tipo de impuestos de manera definitiva.



Objetivos de Política Económica

En el manejo de la política económica en los últimos años, tomaron imposibles de alcanzar en forma simultánea:

- Contar con capacidad para implementar políticas expansivas para sostener el empleo y el consumo
- Disponer de recursos suficientes para hacer frente a las demandas sectoriales y así evitar una escalada de la conflictividad social.
- Minimizar la pérdida de reservas internacionales del BCRA.
- Evitar una mega-devaluación.
- No incurrir en *default*.

Llama poderosamente la atención la falta de capacidad de adaptación que ha mostrado el Gobierno ante la intensificación de la crisis.

Política económica del Gobierno

En definitiva, la conclusión sigue siendo que por mucho que el Gobierno se esfuerce en buscar alternativas para emular las políticas contracíclicas que están de moda en todo el mundo, sus propios errores de política económica y su falta de previsión lo han dejado sin margen de maniobra. Con el Banco Central sin capacidad para impulsar un incremento de la oferta real de dinero, y sin ahorros acumulados o acceso al crédito externo para financiar una expansión fiscal significativa, todas las medidas a las que puede recurrir implican algún tipo de “crowding-out” o alguna transferencia de riqueza e ingresos entre distintos sectores. Uno de los ejemplos más recientes ha sido el anuncio con gran pompa de la coparticipación a las provincias del 30% de las retenciones, a las exportaciones de soja.

Fuga de capitales

Para pelear contra la dolarización se podría incrementar las tasas de interés en pesos para ofrecer rendimientos más acordes con la devaluación, mientras utiliza el poder de fuego que proveen las reservas internacionales para calmar las posibles corridas que puedan surgir.

El principal problema que se le presenta al BCRA es que la floja demanda de pesos forzó a un comportamiento muy conservador de los bancos con lo cual todo peso emitido, en los cuatro meses, fue a parar a pasivos pasivos (un activo de los bancos, un pasivo del BCRA).

Política fiscal expansiva

La expansión fiscal, por lo tanto, cumple ahora un papel central. ¿Cuál debería ser su dimensión y qué países deberían aplicarla? En la coyuntura actual, la meta debería ser un impulso fiscal de alrededor del 2% del PIB mundial. Suponiendo un multiplicador igual a uno, esto se traduciría en un crecimiento mundial 2% mayor, lo que reduciría sustancialmente el riesgo de una recesión profunda. No obstante, para evitar los efectos de desbordamiento, es crucial que la expansión fiscal, aunque no se coordine explícitamente, sea emprendida por todos los países cuya trayectoria de bajo nivel de deuda y de políticas disciplinadas les brinda suficiente espacio fiscal. Es importante advertir que si la caída del producto resultara aún peor de lo previsto en este momento, la expansión fiscal tendría que ser incluso mayor que la recomendada, porque lo esencial en esta coyuntura es eliminar el riesgo de una depresión lisa y llana y sus efectos adversos en el nivel actual del gasto.



Fuga de capitales

En el mes de marzo, la Base Monetaria promedió los \$101.455 millones, registrando una contracción del 1,2% (equivalente a \$1.272 millones) respecto al promedio observado en el mes de febrero. En lo que va del año la contracción de este agregado monetario fue de \$11.768 millones.



Pago de vencimientos

Un trabajo del Estudio Bein sostiene que entre las compras del Central y de la ANSES, el 29% de los vencimientos de la deuda de este año está en manos del propio Estado. Eso es leído como que el Gobierno pagará sus deudas y no llevará al país a un nuevo default.



Crisis subprime

Se podría afirmar que mientras los EEUU tuvieron una tasa de interés inferior a la sugerida por una regla de Taylor.

Precio de activos

Tanto la regulación prudencial como las políticas internas de evaluación de riesgo de los agentes financieros fracasaron estrepitosamente. Esto me lleva a otro punto importante en la discusión reciente de política monetaria debiera o no tomar en cuenta los precios de los activos al momento de tomar las decisiones de tasas de interés. Si bien no se puede descartar la opción de endurecer la instancia de política monetaria ante aumentos significativos de los precios de los activos, no es seguro que estos vayan a ceder ante un aumento de la tasa de interés. Ello es particularmente importante en economías emergentes, donde una mayor tasa de interés puede incrementar los incentivos para el *carry trade* y exacerbar los aumentos de los precios de los activos.



Proyecciones

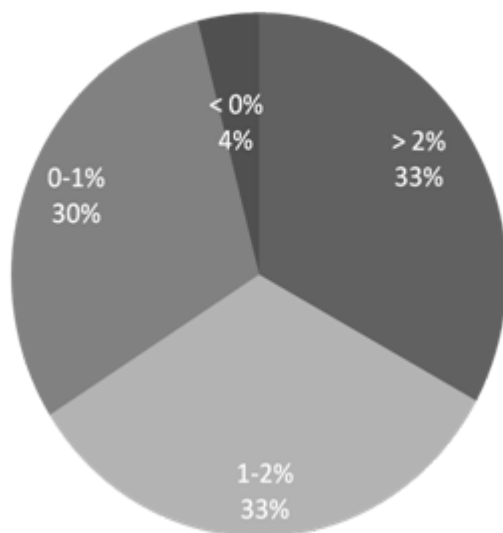
En seis meses las proyecciones de crecimiento mundial para el 2009 han caído en más de cuatro puntos porcentuales.

Proyecciones de crecimiento para el 2009

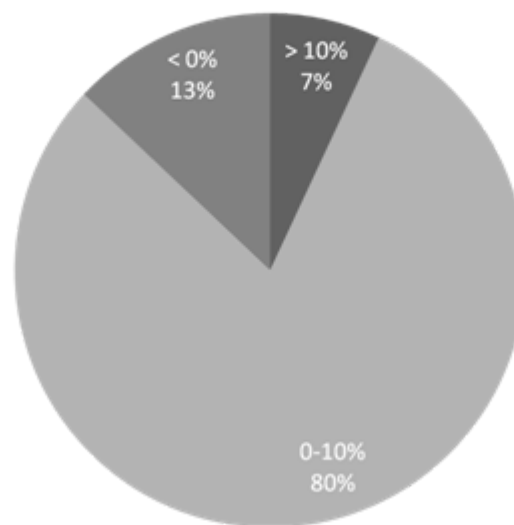
	Sept. 2008	Mayo 2009
Mundo	2,5	-1,6
EEUU	1,4	-2,8
Zona Euro	0,9	-2,6
Japón	0,9	-5,8
Asia Pacífico	4,6	-0,2
Europa del Este	5,6	-0,5
América Latina	3,7	0,3

Fuente: Consensus Forecasts de la fecha indicada

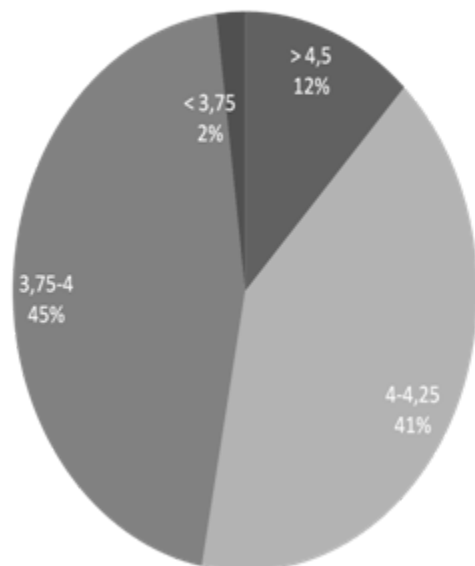
El PIB crecerá en el bienio 2010-2011



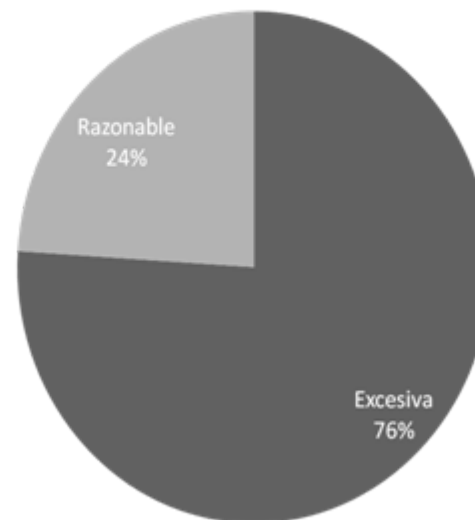
Mi sector crecerá en 2010



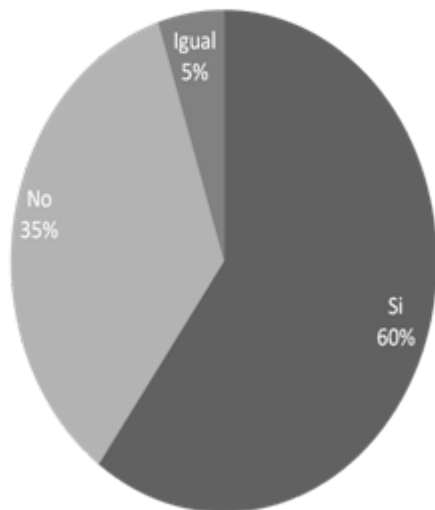
Dólar ideal fines 2009



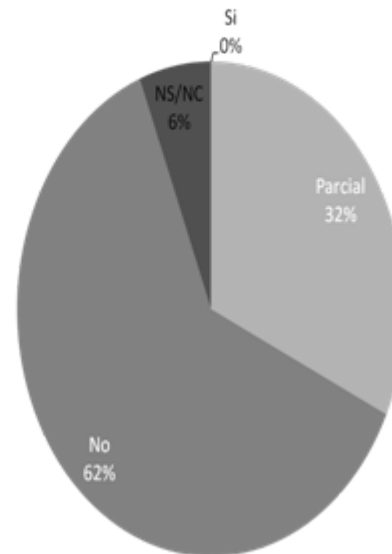
La presión tributaria efectiva es



Argentina mejoró su competitividad con respecto a los 90 en esta década que termina



Se produjo, en ocasión de la crisis de 2001, una renovación de la política



La transparencia y ética en los negocios de esta década es mayor a la de la década anterior

