



**Econométrica S.A**  
*economic research and forecasts*

Argentina  
Macroeconomic  
Outlook

***“El Impacto de la Crisis  
Económico Financiera  
Actual”***

Por Juan Sommer

*Conozca  
nuestro*



[www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)

**Octubre  
2008**

**38** 1970 - 2008  
*años dedicados al  
Análisis Macroeconómico*

---

# **Econométrica S.A**

*economic research and forecasts*

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 - 9443

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: [info@econometrica.com.ar](mailto:info@econometrica.com.ar)

Sitio Web: [www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)

Blog: [www.econometrica.com.ar/blog](http://www.econometrica.com.ar/blog)

(Clave de acceso III Trim 2008: 0303)

---

**Copyright © 2003**

**Econométrica S.A**

*economic research and forecasts*

# “EL IMPACTO DE LA CRISIS ECONÓMICO FINANCIERA ACTUAL”

Por Juan Sommer<sup>1</sup>

En los últimos tiempos el debate económico y político en la Argentina se ha centrado sobre la continuidad del proceso de crecimiento económico y la necesidad de frenar la alta tasa de inflación. Si bien ya se preveía una tendencia a la desaceleración del ritmo de actividad y dificultades para reducir las relativamente altas tasas de inflación, el escenario de la crisis internacional levanta con mayor fuerza la pregunta de cuáles son los nuevos elementos que se conjugan en el panorama actual y cuál es el impacto esperable de los mismos. El objetivo de este trabajo es evaluar el impacto de estos nuevos elementos.

## LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA CRISIS INTERNACIONAL

La crisis económico financiera actual impacta sobre la economía argentina a través de diversos mecanismos de transmisión:

1. La baja en el precio de los commodities de exportación tiene efectos sobre las cuentas externas y fiscales reduciendo los superávits gemelos que en gran medida mostraron no ser fruto de la política oficial sino de circunstancias externas independientes de las acciones del Gobierno. Los menores ingresos de fondos del exterior por el menor valor de las exportaciones tendrán un impacto negativo sobre la demanda agregada.
2. La reducción de la demanda externa de nuestras exportaciones tanto por efecto de la desaceleración mundial (con probable recesión de las economías desarrolladas) como por los ajustes de los tipos de cambio principalmente en Brasil y Europa. La apreciación del dólar en sí mismo no compensa estos efectos. Ambos efectos también impactarán negativamente sobre el nivel de actividad.
3. Los mercados de capitales argentinos están siendo afectados por el retiro de fondos de los inversores nacionales e internacionales, el desapalancamiento de éstos y también por el desapalancamiento de los inversores locales. El efecto riqueza negativo que ello genera también impacta sobre la demanda agregada aunque por el relativamente pequeño mercado de capitales doméstico sus consecuencias directas son relativamente menores.
4. El contexto de incertidumbre de los impactos de la crisis en los mercados internos y externos produce el “*fly to quality*” también en Argentina, proceso que es difícil de evitar. La continuidad de este proceso tiene consecuencias procíclicas, con la caída de los depósitos bancarios, la reducción del crédito y el aumento de las tasas de interés. Todo ello afecta

<sup>1</sup> E-mail: [jsommer@econometrica.com.ar](mailto:jsommer@econometrica.com.ar)

- negativamente el nivel de actividad económica.
5. La reducción de la tasa de crecimiento económico tendrá consecuencias negativas adicionales sobre la recaudación de los impuestos de base interna.
  6. La desaparición de los mercados de capitales hace prácticamente imposible obtener el financiamiento externo necesario para cubrir los vencimientos de 2009 que obligará al Gobierno hacer nuevamente uso de las reservas del BCRA. Los supuestos “fondos frescos” que iban a aparecer con la reapertura del canje de la deuda no vendrán y sólo quedarán las reservas del BCRA y los organismos internacionales repudiados por el Gobierno como única alternativa de financiamiento voluntario para obtener recursos financieros. Por este motivo, no deben descartarse negociaciones con el FMI.
  7. Como contrapartida de estos efectos negativos hay efectos positivos. En primer lugar, la baja del precio del petróleo y gas y la menor demanda interna requerirá menos subsidios lo que atenuará el impacto de menores ingresos por retenciones sobre las cuentas fiscales.
  8. En segundo lugar, la menor demanda de importaciones atenuará el impacto negativo sobre el balance comercial de la reducción de las exportaciones por caída de los precios internacionales y de la demanda externa. Adicionalmente, cabe esperar que se produzca una caída del precio en dólares de las importaciones de Argentina. La devaluación del Real y la necesidad de encontrar nuevos mercados de las economías asiáticas hacen presumir que, además del efecto ingreso, habrá un abaratamiento de las importaciones. Por este lado, la producción doméstica confrontará un ambiente más competitivo, aunque de otro lado la mayor oferta externa ayudará a contener presiones inflacionarias.
  9. Hay un tercer efecto positivo que es la menor presión inflacionaria que tendrá la economía argentina por impacto de la desaceleración económica. Sin embargo, este efecto también depende de la evolución del tipo de cambio nominal, de los ajustes de tarifas y de la atenuación de la puja distributiva. Tres aspectos sobre los que se está debatiendo actualmente.
  10. En términos generales, también ha jugado de manera favorable el relativo aislamiento financiero que envuelve a la Argentina. Como es sabido otras economías emergentes sintieron en mayor medida el impacto de la crisis financiera global con su contrapartida de salida de capitales y devaluación. Argentina lo comenzó a sentir con anterioridad, con la salida de capitales del segundo trimestre de este año. De todos modos, la salida de capitales de entonces y la observada en los últimos días no ha afectado en forma significativa al sistema financiero. En parte, ello se debe a que la salida de capitales no ha sido tan masiva pese al debate sobre el tipo de cambio, porque el peso argentino no está tan apreciado como otras monedas y el ingreso de capitales de los últimos años, acotado por el depósito obligatorio, no se volcó a depósitos bancarios. El importante superávit comercial que todavía se registra también contribuye a que se atenúen las ventas de

reservas del Banco Central. Sin embargo, en 2009 con un superávit del balance comercial significativamente inferior, de continuar la salida de capitales su impacto será mayor (Ver Cuadro N1).

## **B. LAS MEDIDAS DEL GOBIERNO ANTE LA CRISIS**

11. El Gobierno está encarando algunas medidas pero carece de un programa económico. ¿Cuales son estas medidas? Hasta ahora las acciones del Gobierno frente al nuevo escenario externo estuvieron dirigidas a anunciar que reducirá el gasto público, postergando pagos, a aumentar algunas tarifas de servicios públicos privatizados para mejorar la situación fiscal, y en el campo cambiario, la única medida trascendente tomada hasta ahora fue permitir la depreciación del peso en alrededor del 8% en un plazo breve. Esto se hizo en el marco de un debate público con la intención de compensar el efecto de la depreciación del Real y para responder a los reclamos de los sectores exportadores y sustitutos de importaciones para evitar una reducción en la demanda de sus productos y mejorar sus ingresos reales.
12. El efecto de esta decisión sin la fijación de una política cambiaria clara fue la aceleración de una corriente de salida de capitales que se estaba produciendo desde el segundo trimestre de este año y que se había desacelerado al finalizar el conflicto con el sector agropecuario. Es muy probable que este proceso de salida de capitales se hubiera producido de cualquier forma por la crisis financiera

internacional y seguramente no se frenará si se fija un tipo de cambio más alto porque un salto en el tipo de cambio genera expectativas de ajustes de precios y salarios y de nuevos ajustes como tantas veces ocurrió en nuestro país. En el contexto actual la política económica, incluyendo la cambiaria debe estar dirigida a la reducción de las expectativas inflacionarias, para lo cual la política cambiaria juega un rol esencial.

13. Por otro lado, el Gobierno está anunciando que va a tomar acciones para reducir las importaciones y proteger la actividad local mediante aumento de tarifas y control de importaciones de productos que ingresan a bajos precios principalmente de oriente. Estas medidas, junto con la devaluación tienden a aumentar los precios internos de los bienes comercializables reduciendo el salario real y por lo tanto la demanda agregada.

## **C. ANTE LOS RIESGOS DE REDUCCIÓN DEL NIVEL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA, ¿PORQUÉ NO TOMA EL GOBIERNO MEDIDAS MÁS FUERTES PARA REVERTIR EL PROCESO?**

14. ¿Porque en medio de este escenario de fuerte tendencia a la desaceleración del nivel de actividad económica, se discute la necesidad de incrementar el superávit fiscal cuyo impacto sería el de desacelerar aún más el ritmo de crecimiento económico lo que retroalimentaría negativamente el resultado fiscal, y no se toman medidas anticíclicas?
15. Es posible que en parte ello se deba a que se supone que la crisis no ha

pegado tan fuertemente en Argentina y también porque la situación patrimonial y de credibilidad de los Bancos no ha sido afectada en forma significativa pese a la salida de capitales. Pero hay otros factores de peso.

16. El primer tema que está condicionando las decisiones son las necesidades de financiamiento de 2009 (Cuadro 2). ¿Es posible resolver este problema con un mayor superávit fiscal? A nuestro juicio no lo es, o mejor dicho, ya es tarde para lograrlo. Aumentar el superávit fiscal en la parte negativa del ciclo económico sólo conducirá a un mayor deterioro del nivel de actividad y por lo tanto de la situación macroeconómica local. Por lo tanto, las necesidades de financiamiento seguramente se cubrirán con recursos de Organismos Internacionales, fondos institucionales (AFJP), reservas del BCRA e incluso emisión monetaria. Los recursos que innecesariamente se iban a destinar a pagar al Club de París seguramente tendrán otro destino. Pero además, Argentina tendrá que sentarse a negociar con el FMI si este ofrece líneas de crédito para cubrir necesidades transitorias de Balance de Pagos, ya que ello es su función. Anunciar este tipo de decisión sería una buena señal y contribuiría a bajar las expectativas de default y de aumento del tipo de cambio.
17. A veces se menciona que de haberse constituido un Fondo Anticíclico, como se hizo en otros país, se podría apelar a éste para contrarrestar los impactos de la crisis financiera sobre el mercado interno. En efecto, en términos de nivel de actividad utilizar un fondo anticíclico (depósitos en el

sistema financiero o en el Banco Central o Activos Externos), tiene un impacto similar a la reducción del superávit fiscal. Es decir, contribuye a aumentar la demanda agregada. Pero desde un punto de vista monetario, el efecto es equivalente a el de emitir si los fondos estaban colocados en el sistema financiero o de vender reservas si estaba colocado en activos externos demandados por los Argentinos. En otros términos, la falta de un Fondo Anticíclico puede ser compensado, al menos durante un tiempo con un menor superávit fiscal.

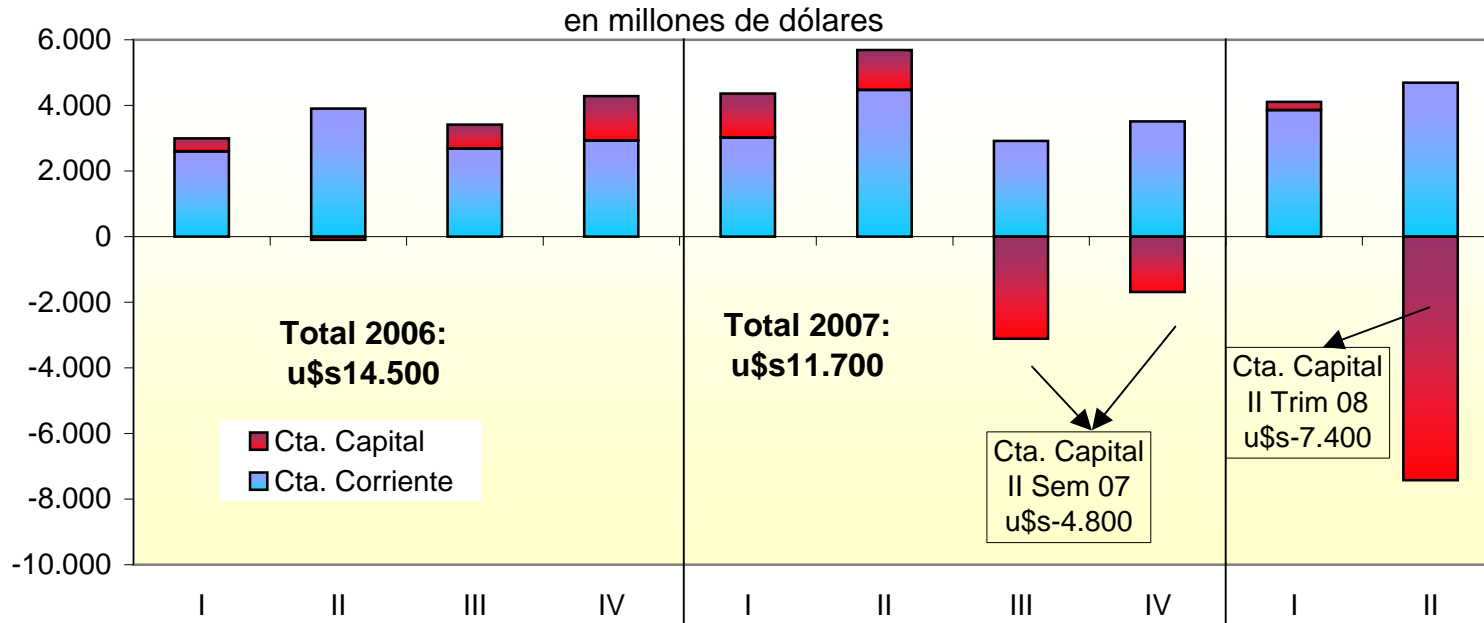
18. Pero, el problema de inyectar liquidez en el circuito financiero de nuestro país para contrarrestar el impacto negativo de la crisis internacional es que, a diferencia de lo que ocurre en Estado Unidos donde los dólares que se inyectan para financiar la salida de fondos de los Bancos terminan en Letras del Tesoro Norteamericano, los pesos que se inyecten para aumentar el gasto público o eventualmente para cubrir necesidades de liquidez de los Bancos no terminan en títulos públicos argentinos sino en la compra de dólares. Esta es una de las restricciones con la que se enfrentan las decisiones de política económica en Argentina, restricción agravada por la relativamente alta tasa de inflación y las distorsiones de precios relativos.
19. La otra limitación quedó en evidencia con la reducción de los precios internacionales de los commodities de exportación: la fragilidad del superávit fiscal. En efecto, el superávit fiscal de los últimos años estuvo apoyado en forma importante en el precio de los commodities, especialmente la soja. Con la reducción de estos precios, aunque finalmente se estabilicen a

- niveles superiores a los actuales, el superávit fiscal sólo puede sostenerse con una fuerte reducción del gasto (menos subsidios, menos inversiones, menos jubilaciones y menos salarios públicos en las provincias). No se vislumbra como sería posible sustituir los derechos de exportación por otros impuestos (Ver Cuadro N 3).
20. En otros términos, durante el largo periodo de bonanza no se han modificado los aspectos estructurales de la economía argentina para que se facilite el crecimiento sustentable, peor aún se exacerbó la parte expansiva del ciclo económico.
21. La relativamente alta tasa de inflación de los últimos dos años también “*atrasó*” el tipo de cambio en Argentina. Nuestras estimaciones reflejan que con una inflación proyectada para el 2009 del 24%, el tipo de cambio real queda prácticamente similar al de la época de la convertibilidad. Ello respecto del dólar. Pero la depreciación del Euro y del Real también lo acercan en una comparación del tipo de cambio multilateral (Ver Cuadro N 4).
22. Por eso, creemos que el manejo de la política económica argentina en el contexto de la crisis económico-financiera internacional actual debe estar dirigida a resolver los temas pendientes como condición previa para que una política anticíclica sea efectiva y no derive en inflación y demanda de moneda extranjera. Implica, entre otros aspectos, atacar los factores que condujeron a una aceleración de la tasa de inflación mientras se reacomodan los precios relativos distorsionados y se transparentan las estadísticas de inflación y crecimiento. La contención de la puja distributiva limitando las demandas salariales dando señales más claras para el año entrante es un ingrediente importante de estas decisiones. También requiere una política cambiaria consistente sin bruscos saltos que alimenten expectativas inflacionarias. Tomará el Gobierno decisiones de este tipo en un año electoral? Si nos guiamos por la historia, la respuesta sería negativa, pero el nuevo escenario internacional y las dificultades de pago de las obligaciones del año entrante sin utilizar reservas obliga a pensar que puede producirse algún cambio en las decisiones del Gobierno.
23. En otros términos, el hecho que la crisis económico financiera internacional no impactó significativamente sobre el sistema financiero local (ya hubo una salida de capitales de alrededor de dls. 8mil millones en el segundo trimestre del año) hace que no se requiera adoptar decisiones drásticas en materia de inyección de capital a los bancos o generación de liquidez en el sistema para evitar males mayores. Pero los efectos de la crisis se van a sentir en la economía real aumentando la tendencia a la desaceleración del nivel de actividad y también en las cuentas públicas y externas reduciendo los superávit gemelos y aumentando las necesidades de obtener financiamiento para hacer frente a las obligaciones de 2009.
24. En ese contexto, la política fiscal debe ser prudente, pero a su vez tratar de no agudizar las tendencias recesivas de la economía. Esta tarea no es sencilla por el contexto internacional actual y por la relativamente alta inflación y

consecuente apreciación del peso en el escenario local. Por ello, el manejo fiscal debe complementarse con medidas que tiendan a atacar también otros factores internos que estaban llevando por sí mismos a la economía Argentina hacia una fuerte desaceleración de la actividad económica en un contexto de alta inflación inducida por la puja distributiva y con una tendencia a la salida de capitales, aplicando medidas tendientes a reacomodar precios relativos, limitar la puja distributiva, generar condiciones para aumentar la inversión privada en sectores estratégicos y desarrollar una reforma fiscal que haga más sustentable el ahorro público. Si ello se encara no habrá razones para no acudir a las fuentes de financiamiento de los Organismos Internacionales que ya han manifestado su decisión de financiar a los países con dificultades financieras. De no tomarse medidas que apunten a resolver los desequilibrios internos y la relativamente alta inflación, el impacto recesivo de la crisis financiera internacional potenciará sus consecuencias negativas.

# Cuadro N 1

## Superavit de Dólares Sector Privado



Fuente: Econométrica en base a BCRA

\* Estimación Econométrica S.A

## Cuadro N 2

### Programa Financiero 2006 2009

#### Necesidad de Divisas

en millones de dólares

en % del PBI

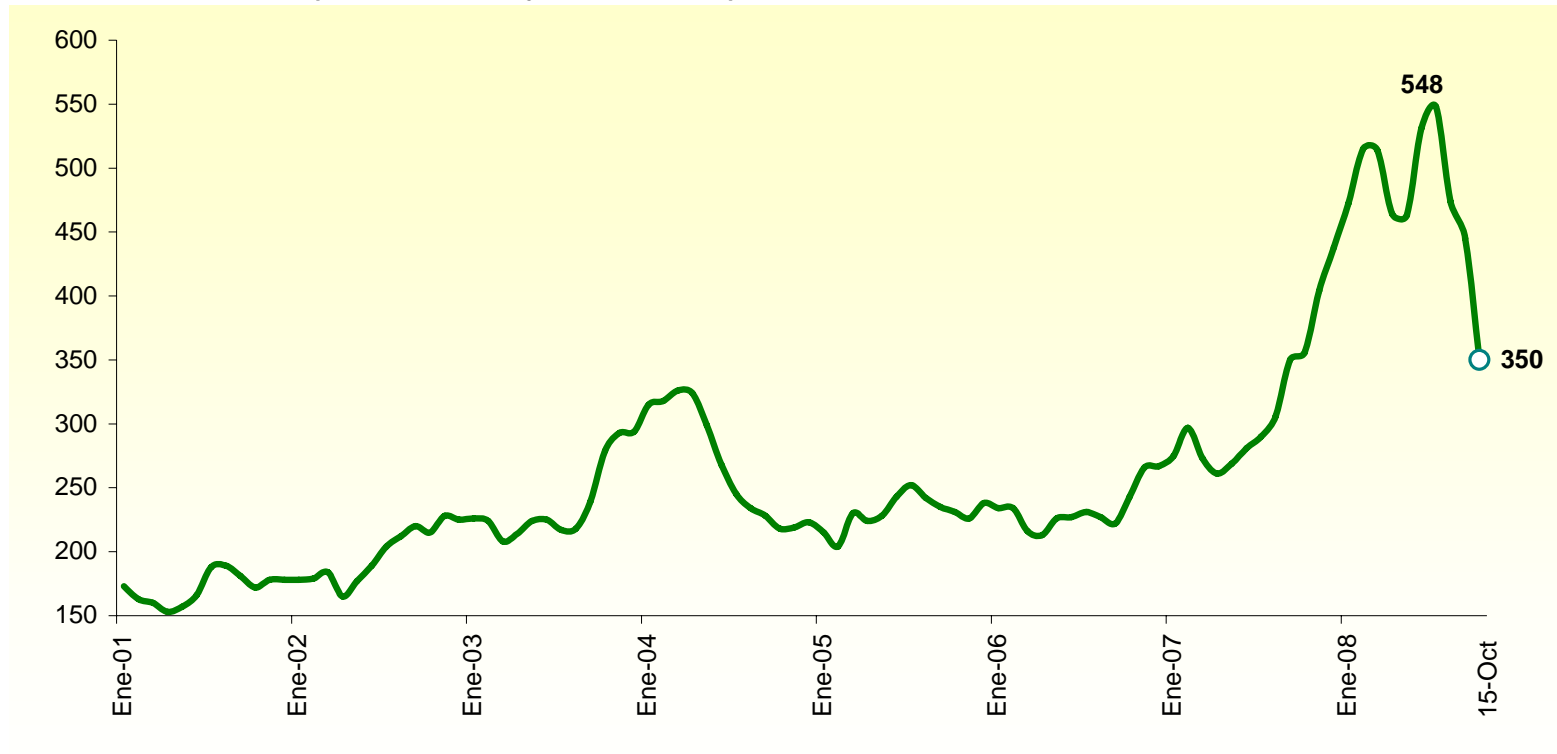
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
<b>1. Ingresos en Pesos</b>	<b>6,2</b>	<b>10,4</b>	<b>8,8</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,0</b>
Superavi Primario	5,7	10,2	8,8	2,2	2,9	1,9
Colocación deuda en \$	0,5	0,3	0,0	0,2	0,1	0,0
(-)						
<b>2. Pagos en Pesos</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>8,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>
Inteses	1,6	2,0	2,4	0,6	0,6	0,5
Capital	4,0	3,2	5,9	1,5	0,9	1,3
(=)						
<b>3. Resultado (3=1-2)</b>	<b>0,6</b>	<b>5,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>0,1</b>
(+) Colocación deuda en u\$s	5,6	2,0	0,0	2,1	0,6	0,0
(+) Adelantos Transitorios	1,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0
<b>4. Total recursos en u\$s</b>	<b>7,2</b>	<b>7,2</b>	<b>0,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>0,1</b>
(-)						
<b>5. Pagos en u\$s</b>	<b>7,3</b>	<b>8,6</b>	<b>8,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>
Inteses	3,4	3,8	4,9	1,3	1,1	1,1
Capital	4,0	4,8	3,3	1,5	1,4	0,7
(=)						
<b>5. Aumento/Disminución de act. f</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-7,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,7</b>

Fuente: Econométrica en base a Mecon

## Cuadro N 3

# Evolución del Precio de la Soja

porotos de soja - Dólares por tonelada - Promedio Mensual

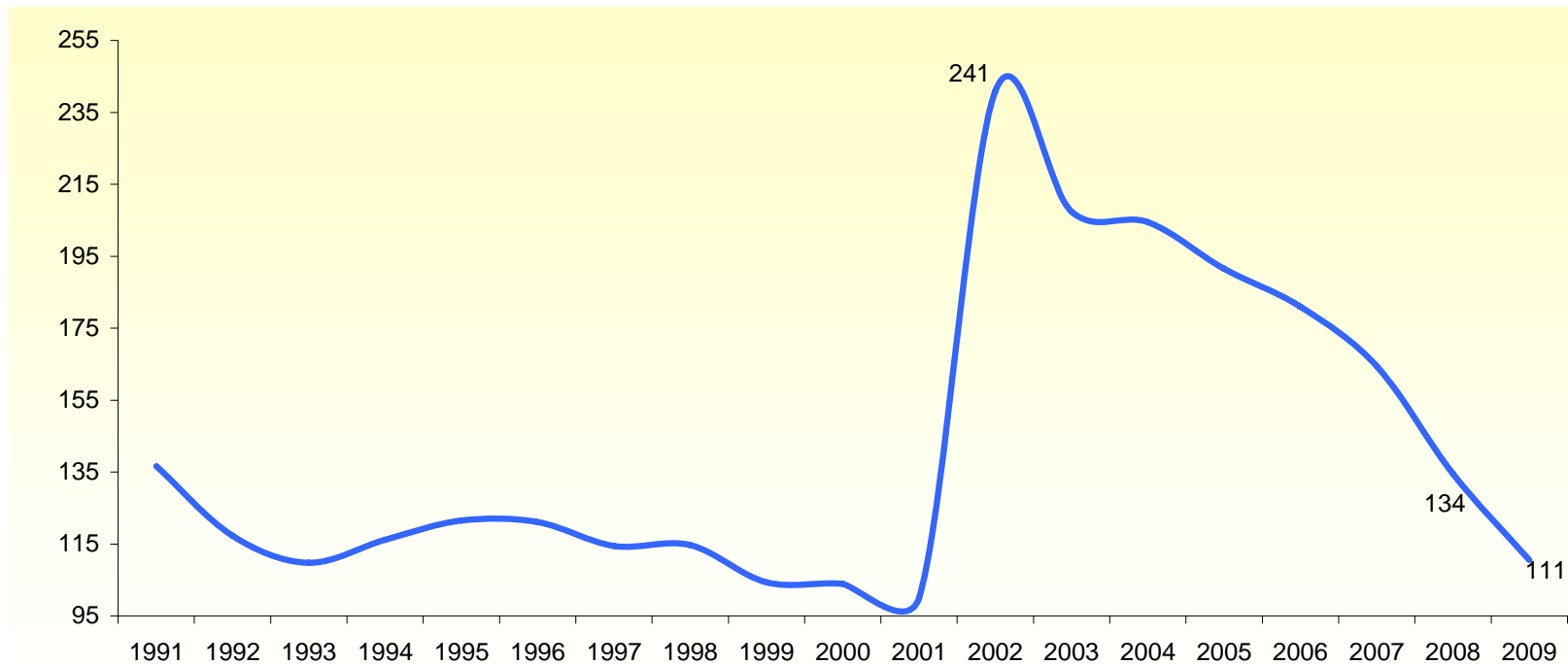


Fuente: Econométrica en base a SAGPyA

## Cuadro N 4

# Precio del Dólar en Términos Reales

Diciembre de cada año, Diciembre 2001 = 100



Fuente: Econometría en base a BCRA, U.S. Department of Labour, Consensus Forecasts y estimaciones propias

Econometría S.A.

economic research and forecasts