

La crisis económica mundial: efectos y repercusiones sobre la economía Argentina

Dr. Sebastián FREILLE

Universidad Nacional de Córdoba - CONICET

La crisis económica mundial: un repaso de los principales acontecimientos

Los principales determinantes de la depresión y el contagio internacional

Reacciones y respuestas ante la crisis: intervención estatal, regulación y coordinación internacional

Efectos financieros y reales sobre la economía Argentina: empleo, precios y nivel de actividad

La crisis económica mundial: un repaso de los principales acontecimientos

La crisis –una dosis de humor

Subprimes

Panorama de la crisis

- ▶ La crisis fue disparada por el default sobre los créditos hipotecarios subprime. Crisis crediticia
- ▶ Los efectos se hicieron sentir sobre el sector bancario y financiero. Crisis financiera.
- ▶ Esto tuvo repercusiones sobre las variables reales en la economía. Crisis económica.

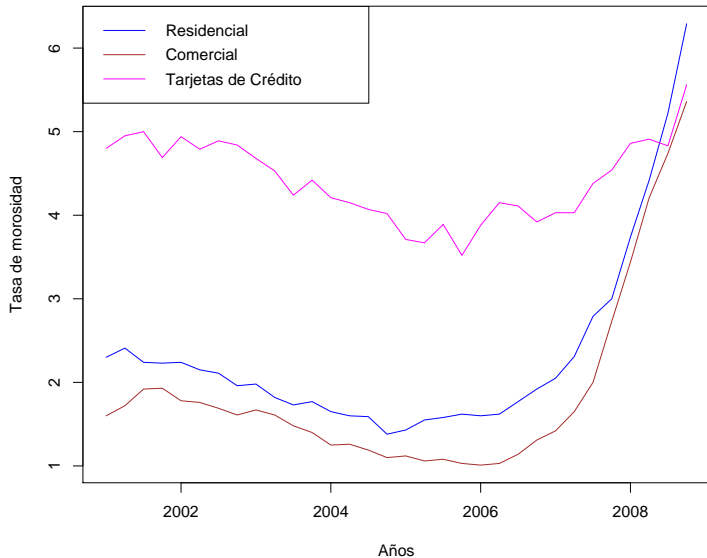
Los créditos subprimes

- ▶ El negocio subprime es aquel en que los bancos otorgan créditos de alto riesgo a individuos con mala historia crediticia. Pasaron de un 5% del total de créditos hipotecarios en 1994 a más del 20% en 2005
- ▶ En su gran mayoría, están sujetos a tasas variables o ajustables después de cierto período en el que la tasa permanece fija.
- ▶ Estos créditos, junto con otros créditos, bonos y activos son agrupados en portafolios de inversión (conocidos como CDO's) y vendidos a inversores internacionales

El *default* de los créditos subprimes

- ▶ La gradual suba de tasas de la FED significó un significativo aumento de *defaults* sobre los créditos hipotecarios y otras deudas del sector privado
- ▶ La tasa de morosidad se define como el número de créditos en mora de más de un mes sobre el número total de créditos en la cartera de los bancos
- ▶ En 2008, se produjo un aumento sin precedentes en las tasas de morosidad para los diferentes préstamos [▶ Ir a gráfico](#)

Tasa de morosidad en el pago de deudas del sector privado, 2001-08



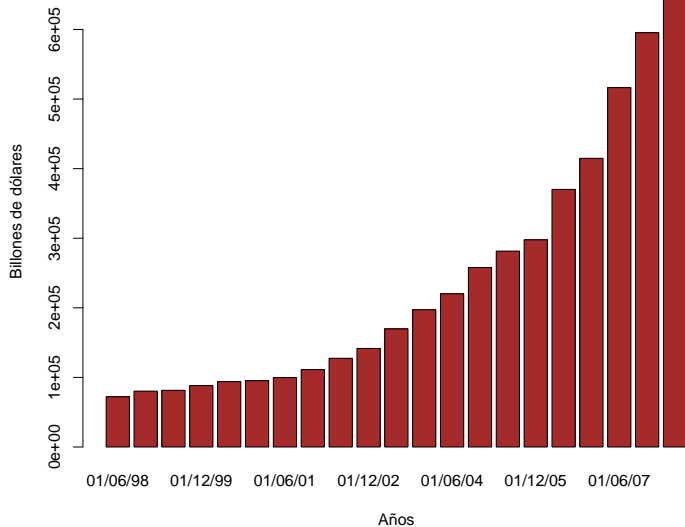
Por qué aumentó la morosidad ?

- ▶ En primer lugar, los aumentos en los pagos de hipotecas causados por el gradual aumento de la tasa de interés en EEUU, que afectó fundamentalmente a las hipotecas de tasa variable/ajustable
- ▶ En segundo lugar, el mercado inmobiliario se vio saturado por un exceso de oferta. Los precios de las propiedades, en consecuencia, comenzaron a bajar
- ▶ En tercer lugar, el gradual aumento del desempleo en EEUU. Afecta principalmente a deudores hipotecarios que para evitar el remate deben liquidar otros activos

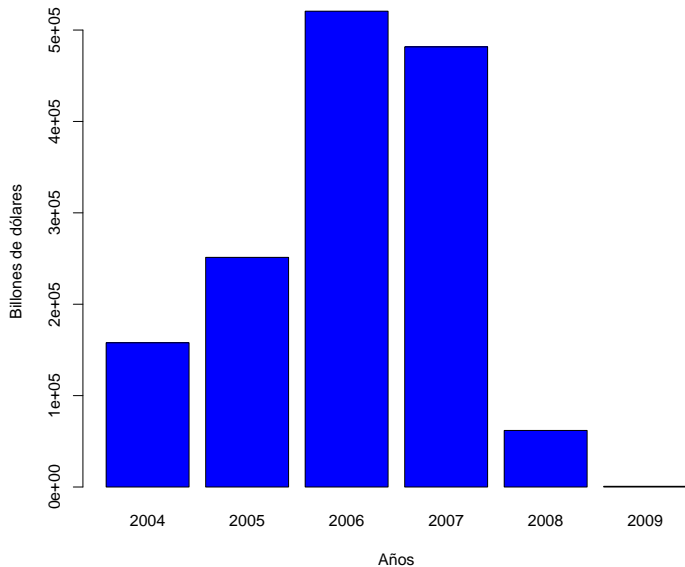
El auge de las finanzas estructuradas

- ▶ Las finanzas estructuradas son un sector de las finanzas que tiene por objeto transferir riesgo usando instrumentos de alta complejidad legal. Una de las formas más comunes de finanzas estructuradas es la *securitización*
- ▶ La securitización consiste en agrupar y “empaquetar” diversos activos financieros (por ejemplo, créditos subprime) para luego ofrecerlos a los inversores. Los CDO's son un ejemplo de esto
- ▶ El crecimiento de esta área de las finanzas permitió abrir nuevas fuentes de financiamiento a los consumidores y derivó en la burbuja crediticia que explotó en 2008

Crecimiento de derivados financieros a nivel mundial



Crecimiento de la emisión de CDO a nivel mundial



El problema de evaluar el riesgo

- ▶ Es difícil evaluar el riesgo de un CDO. El paquete contiene activos de diferente calidad y muchas veces se subestiman los riesgos individuales y potencial riesgo sistémico
- ▶ Esto es virtualmente imposible si se crean nuevos CDO's a partir de CDO's preexistentes con el objetivo de seguir transfiriendo el riesgo entre los diferentes inversores
- ▶ Esto generó un creciente interdependencia entre bancos, inversores y otras entidades financieras a escala mundial que en última instancia estaba sostenido sobre el repago de créditos hipotecarios y personales

Gigantes en problemas (I)

- ▶ Debido al aumento en la tasa de morosidad y de remates, varios bancos y entidades hipotecarias entran en problemas de iliquidez y posterior bancarrota
- ▶ En Inglaterra, se produce la mayor corrida bancaria en más de 100 años. En un sólo día, se retiran 2 billones de dólares de Northern Rock. El banco sería luego nacionalizado
- ▶ En los EEUU, otra corrida bancaria tiene como centro a Bear Sterns, el quinto banco de inversión del país. El banco perdió el 98% de su valor de mercado –la acción pasó de valer 158 a sólo 2 dólares! Virtual desaparición de la banca de inversión

Gigantes en problemas (II)

Institución	Pérdidas (billones de dólares)
Citigroup	18
Merrill Lynch	14.1
UBS	13.5
Morgan Stanley	9.4
HSBC	3.4
Bear Stearns	3.2
Deutsche Bank	3.2
Bank of America	3
Barclays	2.6
Royal Bank of Scotland	2.6
Freddie Mac	2

Ayudas al sector privado

- ▶ Ante la ausencia de préstamos interbancarios, la Fed junto a otros cinco bancos centrales se comprometen a ofrecer billones de dólares a los bancos y entidades financieras en problemas
- ▶ Alivio que produce una baja temporaria de tasas de préstamos interbancarios. Más ayuda es otorgada a las entidades aunque en su mayoría son préstamos condicionales
- ▶ Bush propone un plan para congelar las tasas de interés de las hipotecas o refinanciarlas para prevenir más defaults sobre préstamos hipotecarios

El Estado al rescate

- ▶ En una operación de salvataje financiero sin precedentes, el gobierno de EEUU logra que el Congreso apruebe un paquete de ayuda de \$700 billones conocido con TARP (Troubled Assets Relief Program)
- ▶ Quién paga el rescate? El Gobierno se tiene que endeudar en el período actual para poder inyectar todo ese dinero. A futuro, eso se paga con mayores impuestos.
- ▶ En tanto, la FED aumenta la emisión para inyectar parte de la cantidad de dinero estipulada en los diferentes programas de rescate.

Los números de la ayuda gubernamental (I)

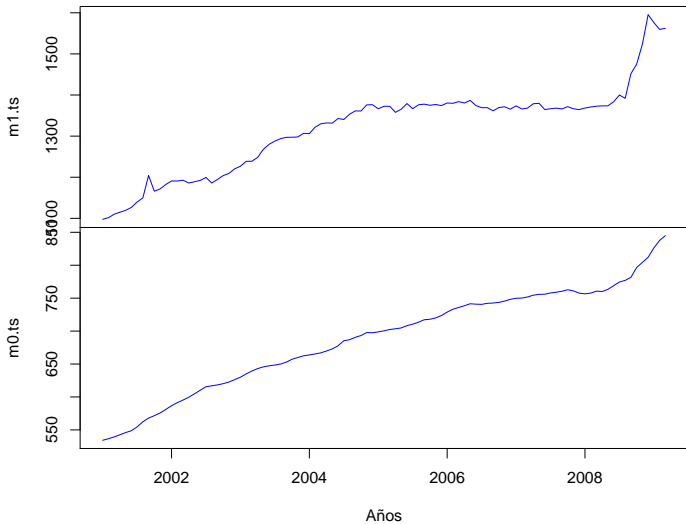
- ▶ Como inversor, el Gobierno ha invertido directamente en instituciones financieras y comprada una gran cantidad de deuda privada como asimismo securities constituidos a partir de hipotecas. Ha prometido 9 trillones habiendo gastado 1.6 trillones hasta el momento
- ▶ Como asegurador, el Gobierno ha decidido intervenir respondiendo como garante por la deuda emitida por las instituciones financieras y garantizando activos tóxicos. Ha prometido 1.7 trillones habiendo gastado 330 billones
- ▶ Como prestamista, ha incrementado los “préstamos por ventanilla” a los bancos y relajado las condiciones. Ha prometido 1.4 trillones y lleva gastados 528

Los números de la ayuda gubernamental (II)

Destino	Monto
Firmas financieras	149.0
Citigroup	50.0
Bank of America	49.0
A.I.G.	69.8
Pendientes	51.0
Automotrices	32.6
TALF	100.0
Propietarios	50.0
Público-Privado	100
Sin asignar	52.6
Total	700

Nota: En billones

Evolución de la base monetaria y la cantidad de dinero en EEUU, 2001-09



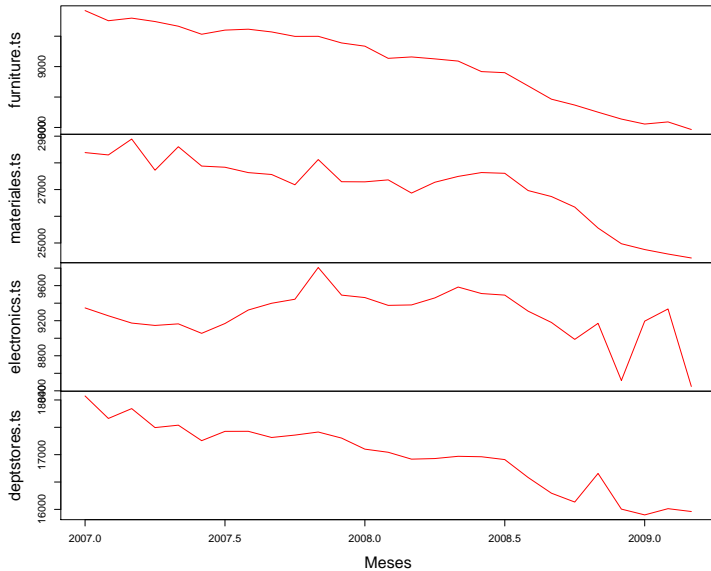
Contagio al resto de los sectores

- ▶ La crisis llega a las aseguradoras de bonos (monoline insurers), que se encargan de hacer frente a las obligaciones cuando el emisor entra en default. Se les baja el rating de inversión
- ▶ Los efectos se hacen sentir en otros sectores como los de propiedades comerciales, créditos al consumo y deuda corporativa [▶ Ir a gráfico](#)
- ▶ Los coletazos de la crisis llegan a la industria automotriz. Los tres gigantes estadounidenses, General Motors, Ford y Chrysler enfrentan una disminución de las ventas

Caída en las ventas de autos

Empresa	Abril 2009	Abril 2008	Variación
Chrysler	5712	17147	-66.7%
Ford	55444	80686	-31.3%
GM	78404	126992	-38.3%
Honda	67514	82525	-18.2%
Hyunday	43994	46005	-4.4%
Nissan	30249	48990	-38.3%
Toyota	77851	134863	-42.3%
VW	17476	25524	-31.5%
Total	448629	680116	-34.0%

Ventas minoristas por rubro en EEUU en millones de dólares, 2007-09



Los principales determinantes de la depresión y el contagio internacional

Los adelantados

“Hay un 90% de chances de que se produzca un apocalipsis económico” [Roach, 2004]

“El rápido crecimiento de las finanzas ha incrementado el riesgo de una debacle catastrófica” [Rajan, 2005]

“En los próximos meses y años, Estados Unidos sufrirá una depresión inmobiliaria sin precedentes, un shock de oferta, niveles decrecientes de confianza del consumidor y una profunda depresión” [Roubini, 2006]

Crecimiento de la deuda privada: la burbuja crediticia

- ▶ Crecimiento dramático de la deuda privada en EEUU

Concepto	1980	2004
Deuda hipotecaria	932	7542.8
Deuda no hipotecaria	358	2151.4
Deuda total	1401.5	10264.2

Nota: En billones de dólares

- ▶ El *ratio* entre la deuda privada total exigible e ingreso disponible total personal (DPTP/YDTP) pasó de 69.76% a 118.88% durante el mismo período

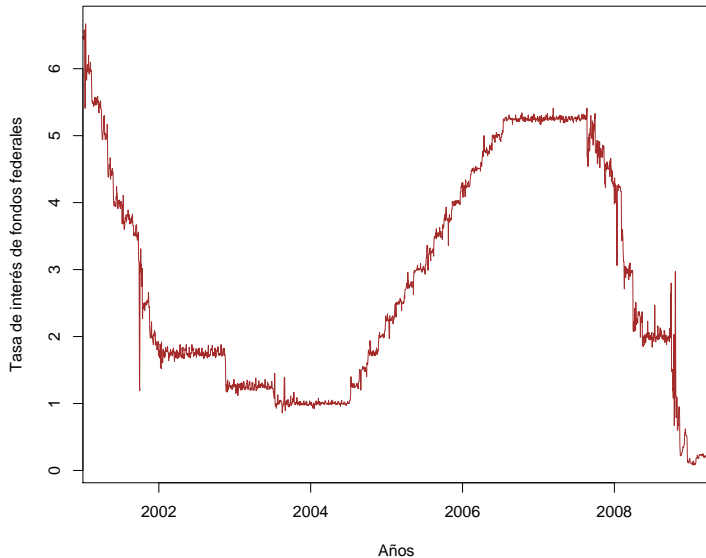
Falta de regulación externa e interna

- ▶ EEUU vió una gradual relajación del marco regulatorio de la actividad financiera permitiendo la aparición de complejos instrumentos financieros
- ▶ Falta de regulación interna (autorregulación), explicada por la presencia de oportunidades de ganancias a corto plazo
- ▶ Ausencia de regulación externa explicada por una decisión de no desalentar la actividad especulativa de los inversores –errores de la Fed y del Tesoro.

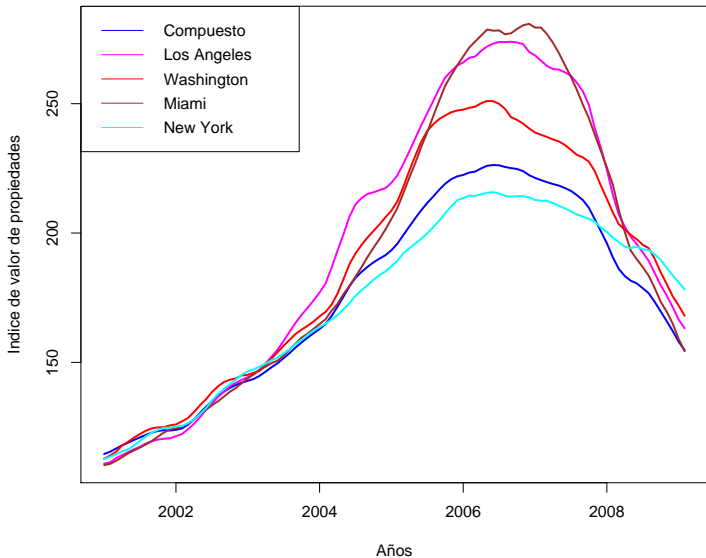
Suba de tasas y problemas de iliquidez

- ▶ Suba gradual de la tasa de referencia de la Reserva Federal de EEUU: 5 aumentos en el 2004, 8 aumentos en el 2005 y 4 aumentos en el 2006. En un lapso de 2 años y medio, la tasa subió de 1 a 5.35 [▶ Ir a gráfico](#)
- ▶ Caída en los precios de mercado de las propiedades inmobiliarias agudizaba la restricción sobre deudores con hipotecas sobre valores excesivamente altos [▶ Ir a gráfico](#)
- ▶ Fuerte contracción en el mercado inmobiliario agravada por el default privado sobre créditos hipotecarios, fundamentalmente los créditos *subprimes* [▶ Ir a gráfico](#)

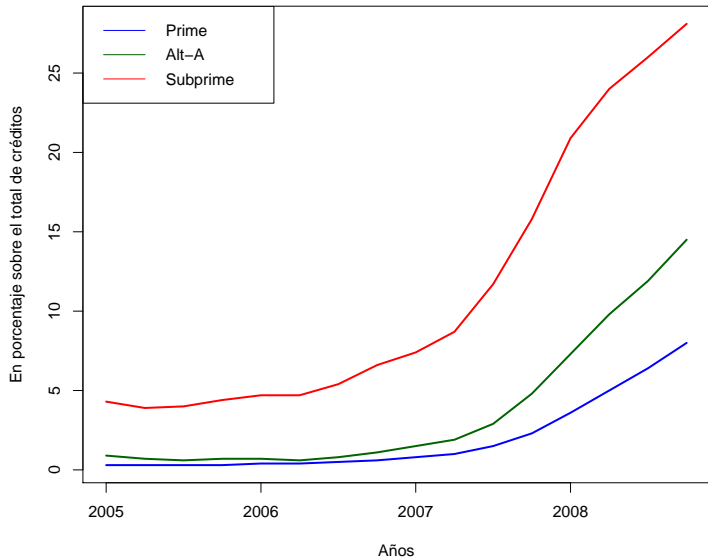
Evolución de la tasa de interés de fondos federales, 2001–2009



Evolución de índices de valor de propiedades residenciales



Evolución tasas de morosidad por tipo de deudor



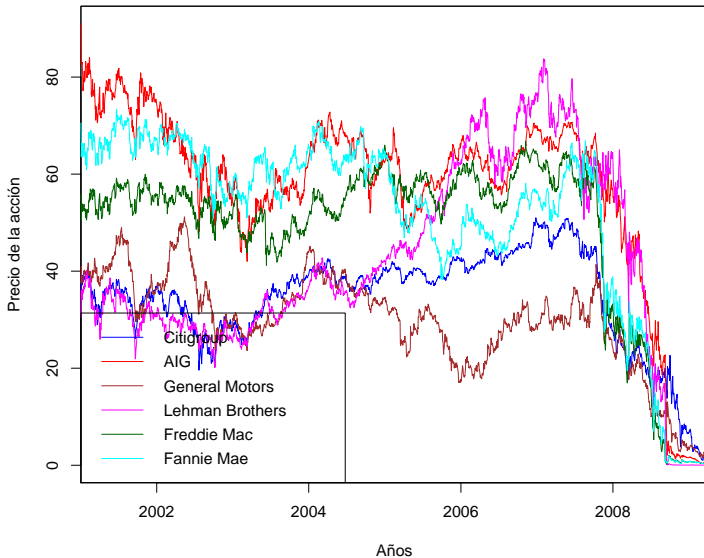
Interdependencia del mercado financiero global

- ▶ Muchos bancos comerciales tienen en sus carteras un alto porcentaje de instrumentos financieros estructurados. Al caer los principales activos originarios (hipotecas y otras deudas privadas), el valor de estos créditos disminuye
- ▶ Asimismo, los bancos enfrentan tres fuentes de iliquidez: 1) caída en el repago de los créditos, 2) caída en el crédito interbancario y 3) caída en los depósitos
- ▶ A su vez, muchos gobiernos y otros inversores institucionales tienen sus depósitos y reservas colocados en estos bancos que no pueden hacer frente a sus compromisos con los depositantes

Drástica destrucción de riqueza

- ▶ Las pérdidas acumuladas por las distintas instituciones crediticias y financieras son reflejadas en la evolución de los índices del mercado de valores. El Dow-Jones cae desde más de 14000 a 6500 puntos [▶ Ir a gráfico](#)
- ▶ Las cotizaciones de las acciones de empresas financieras y no financieras más importantes del mundo se derrumban y pierden en algunos casos más del 90% de su valor de mercado [▶ Ir a gráfico](#)

Evolución del precio de la acción de empresas seleccionadas, 2001-09

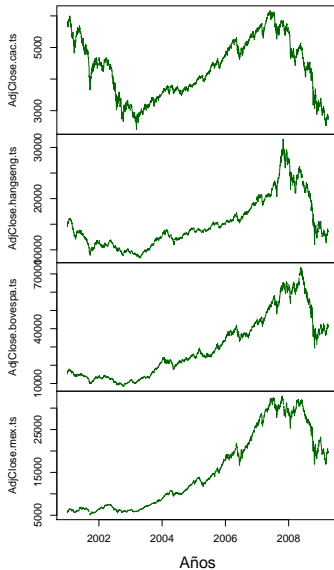
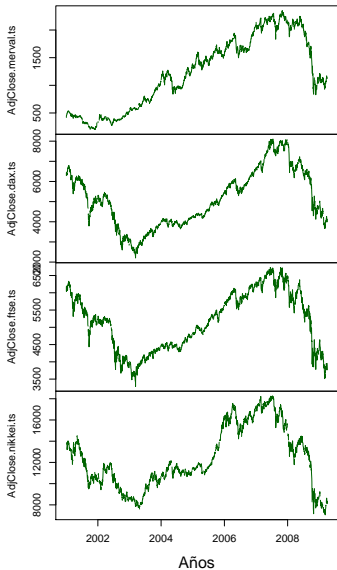


Propagación al resto de los países

- ▶ La globalización de los mercados de capitales lleva a que los efectos de la crisis financiera se extiendan a otros países como Inglaterra, Francia, Alemania, Holanda, Australia y China
- ▶ Corridas bancarias en Inglaterra (Northern Rock) a raíz del cese del crédito interbancario
- ▶ Los efectos también se sienten en las economías de Europa oriental y algunos países del sudeste asiático

▶ Ir a gráfico

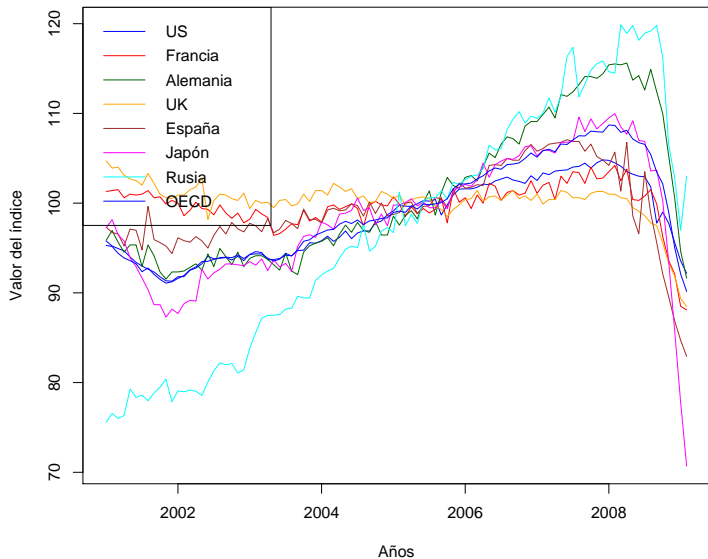
Indices de la bolsa de valores en diferentes países, 2001-09



Efectos sobre la producción industrial y ventas

- ▶ La crisis no sólo afecta las cotizaciones de las acciones de compañías financieras sino que también repercute sobre la producción industrial y las ventas
- ▶ La producción y las ventas caen drásticamente entre agosto y setiembre de 2008, caída que se acelera durante los últimos meses del 2008
- ▶ Los países asiáticos, especialmente China e India, también sufren caídas en los índices de producción pero de menor magnitud que los países de la OCDE

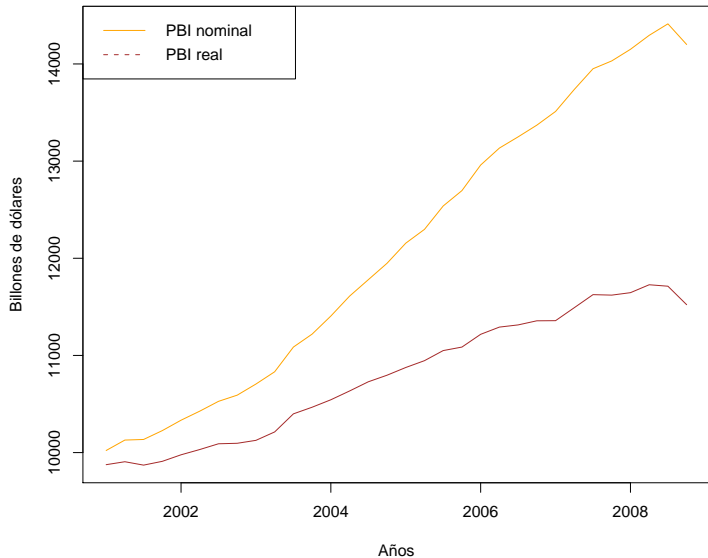
Índice de producción y ventas para países seleccionados, 2001–09



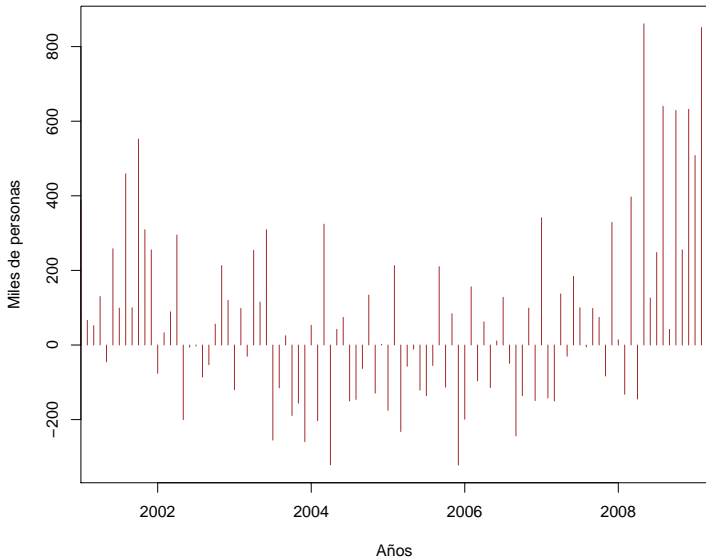
Efectos sobre las variables reales

- ▶ El producto bruto cae por dos trimestres consecutivos en EEUU. Oficialmente en recesión. Las caídas son mayores a las proyectadas [▶ Ir a gráfico](#)
- ▶ El número de desempleados aumenta como consecuencia de la caída del producto. Por primera vez en 25 años, el desempleo en EEUU supera los 10 millones de habitantes [▶ Ir a gráfico](#)
- ▶ Los planes de inversión se posponen debido a las expectativas deflacionarias y a la gran incertidumbre reinante. Efectos negativos adicionales sobre el empleo

Evolución del PBI trimestral de EEUU, 2001-2008



Evolución mensual del número de desempleados, 2001–2009



Fuerte valorización del dólar

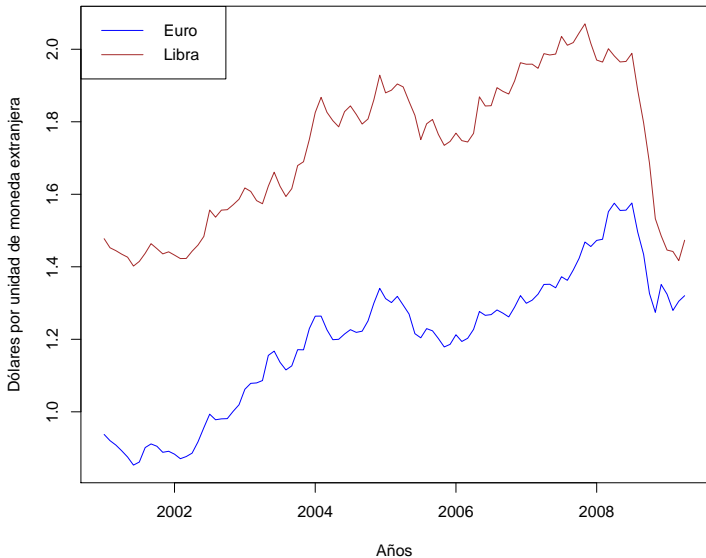
- ▶ La moneda estadounidense se había depreciado con respecto al euro y la libra esterlina desde el 2001
- ▶ A partir de Abril de 2008 comienza una fuerte recuperación de su valor frente a estas dos monedas como consecuencia de su mayor demanda (fundamentalmente por mayor demanda de bonos del Tesoro)
- ▶ Esta apreciación de la moneda estadounidense puede ser parcialmente contrarrestada por la baja de tasas de interés que vuelve menos atractivos a los activos denominados en dólares

- ▶ La condición de paridad del interés se expresa como:

$$i_{US} = i^* + \frac{E_{\$/\epsilon}^e - E_{\$/\epsilon}}{E_{\$/\epsilon}}$$

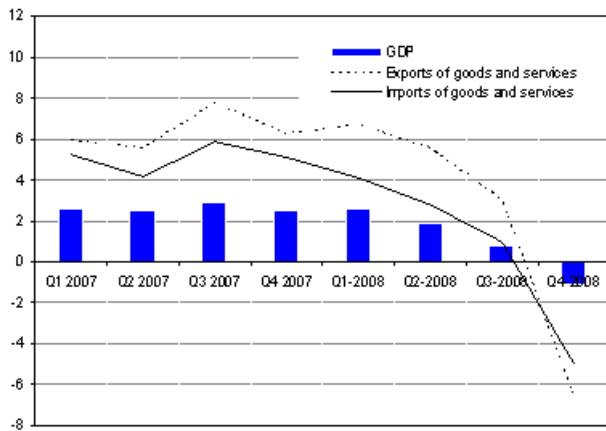
- ▶ En otras palabras, si hay subas (bajas) en la tasa de interés de un país con respecto a otro, la moneda se apreciará (depreciará)
- ▶ Además, hay consideraciones de riesgo: mientras más seguro sea considerado un activo, mayor su demanda y por lo tanto mayor su valor

Evolución del tipo de cambio dólar respecto al euro y a la libra, 2001–09



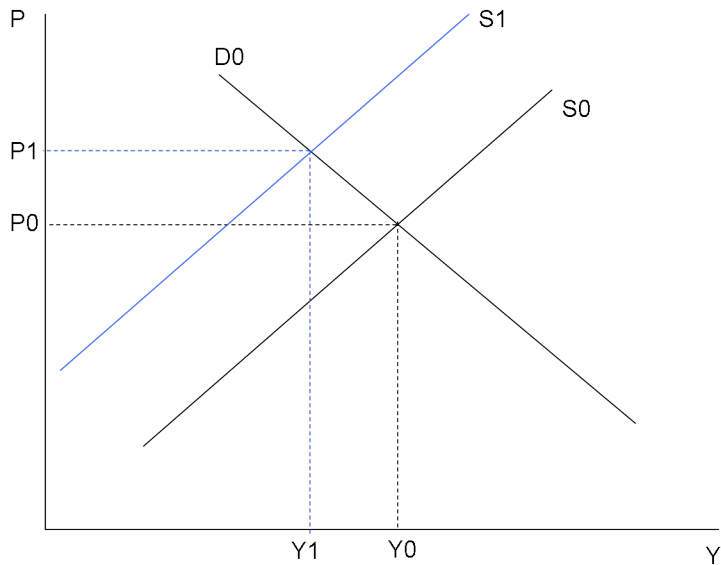
Reducción en el comercio mundial

- ▶ La OMC prevee una reducción del 9% en el volumen del comercio global para el 2009, la mayor contracción desde la postguerra. Mayor impacto sobre países desarrollados (10%) que sobre países en desarrollo (2-3%) [▶ Ir a gráfico](#)
- ▶ Esto se explica por tres causas principales:
 - ▶ Contracción de la demanda en un gran número de países
 - ▶ Incremento de la cadena de oferta global: especialización vertical
 - ▶ Contracción del crédito para financiar operaciones
- ▶ El inminente peligro del proteccionismo hace que la situación pueda ser aún más preocupante

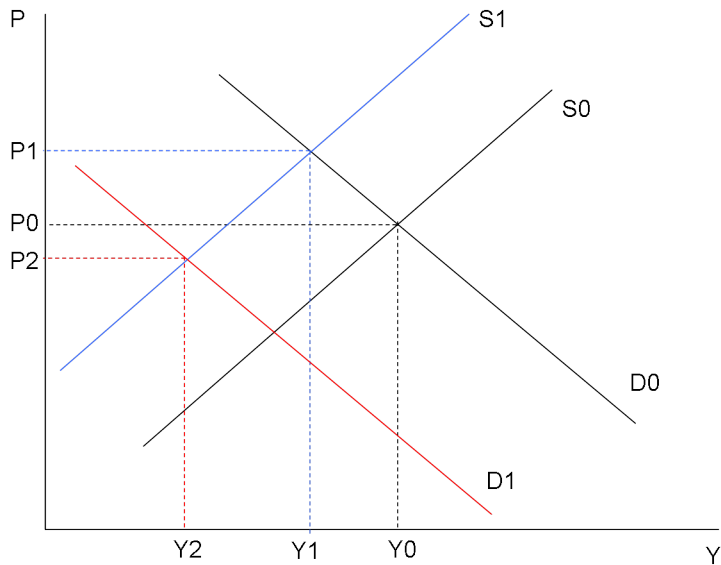


Reacciones y respuestas ante la crisis: intervención estatal, regulación y coordinación internacional

Una explicación simplificada: 2008



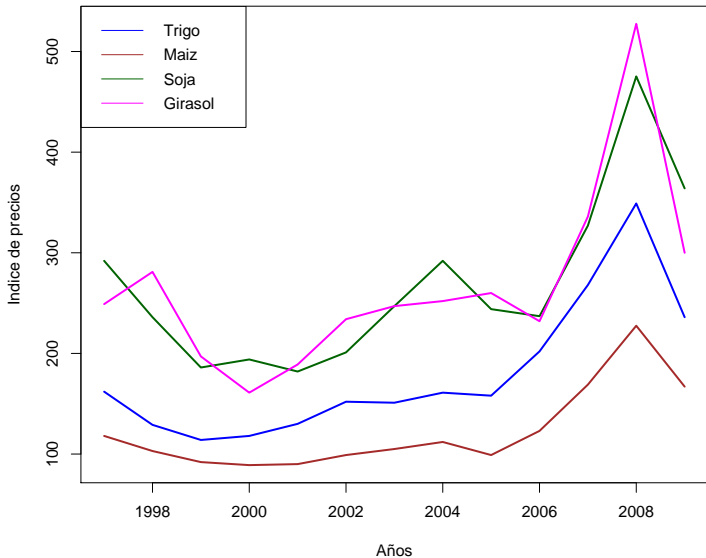
Una explicación simplificada: 2009



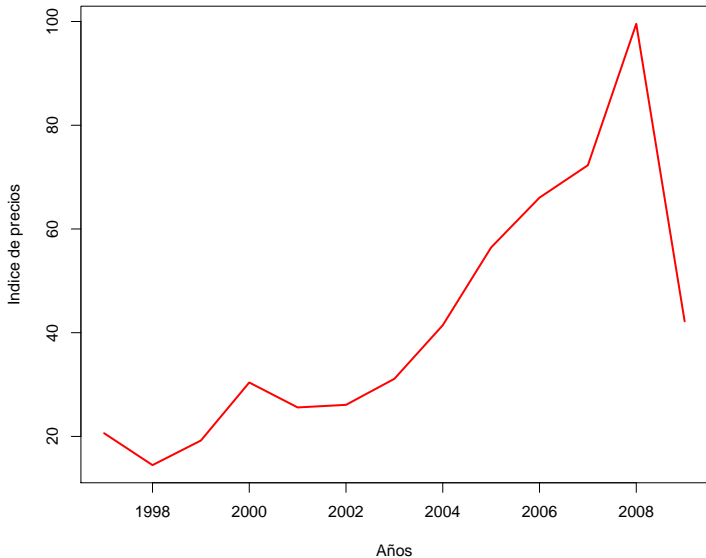
Los eventos cruciales en 2008-2009

- ▶ Precios altos del petróleo, commodities y materias primas durante fines de 2007 y principios de 2008 crearon presiones inflacionarias en varios países desarrollados y subdesarrollados [▶ Ir a gráfico](#)
- ▶ La crisis de hipotecas subprime provocó una deflación de precios de activos financieros y no financieros que se tradujo en un desaceleramiento en el crecimiento económico mundial
- ▶ La contracción de la demanda mundial (tanto consumo como inversión), las expectativas deflacionarias y la creciente incertidumbre se traducen en una disminución de los niveles de precios y de actividad mundiales

Evolución de precios de los commodities en el mercado mundial, 1997-2009



Evolución del precio del petróleo, 1997-2009



La política económica

- ▶ Política fiscal: impuestos, gasto público
- ▶ Política monetaria: emisión monetaria y tasas de interés
- ▶ Política cambiaria: tipo de cambio y mercado de divisas
- ▶ Política comercial: aranceles, cuotas, regímenes de promoción
- ▶ Políticas heterodoxas

El uso de la política en EEUU y el mundo

- ▶ Una combinación de políticas activas. Inicialmente, se inyectó liquidez (dinero) en el sistema bancario y financiero. Posteriormente, se encaró un programa de gasto público de enormes proporciones
- ▶ Salvataje de bancos de inversión y otras entidades financieras. Paquete de salvataje financiero TARP de 700 billones de dólares
- ▶ Nacionalización (Fannie Mae y Freddie Mac) y compra de activos por parte del gobierno

La controversia sobre la política fiscal (I)

- ▶ **Monetaristas:** los planes de política fiscal son financiados a través de mayor deuda pública. Esta mayor deuda absorbe recursos que hubieran sido destinados a la inversión privada. El plan no crea nuevos recursos, sólo reasigna los existentes. En otras palabras, el gasto del gobierno no puede afectar a la demanda
- ▶ **Keynesianos:** el aumento de deuda pública impulsado por una expansión del gasto público tiene efectos sobre la demanda, especialmente cuando hay recursos ociosos y la economía se encuentra en la situación conocida como trampa de la liquidez [▶ Ir a gráfico](#)

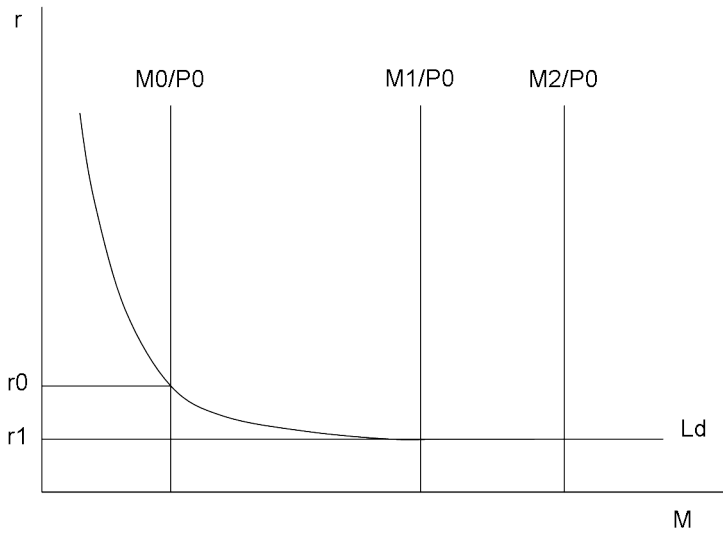
La controversia sobre la política fiscal (II)

- ▶ La política monetaria actúa a través del siguiente mecanismo:

$$\uparrow M \longrightarrow \downarrow r \longrightarrow \uparrow I \longrightarrow \uparrow Y$$

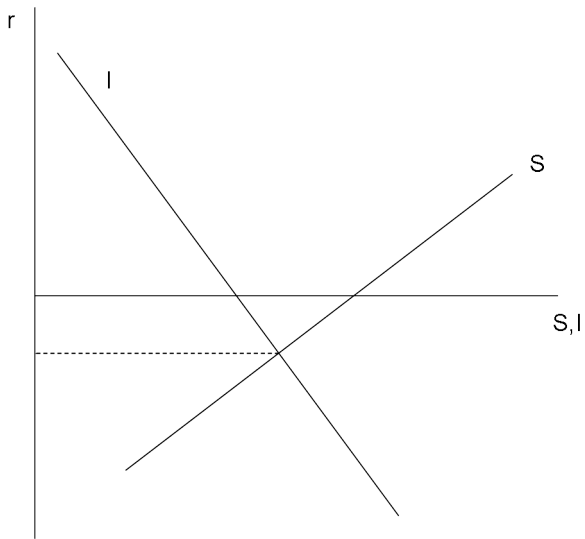
- ▶ Con inflación esperada y tasas de interés cercanas a cero, la política monetaria es ineficaz para reactivar la economía, dado que incrementos adicionales de la cantidad de dinero no pueden llevar la tasa de interés nominal más allá de cero:

$$\uparrow M \not\rightarrow \downarrow r \longrightarrow \bar{I} \longrightarrow \bar{Y}$$



La controversia sobre la política fiscal (III)

- ▶ En la situación actual, existe un exceso global de ahorro deseado
- ▶ El aumento del gasto del gobierno financiado con deuda pública es un destino potencial de esos fondos prestables que no van a la inversión privada
- ▶ En otras palabras, si a una tasa de interés de cero (negativa en términos reales) y desempleo de recursos, aún existe exceso global de ahorro, luego los ahorros se canalizan en gasto e inversión pública que estimula la actividad económica

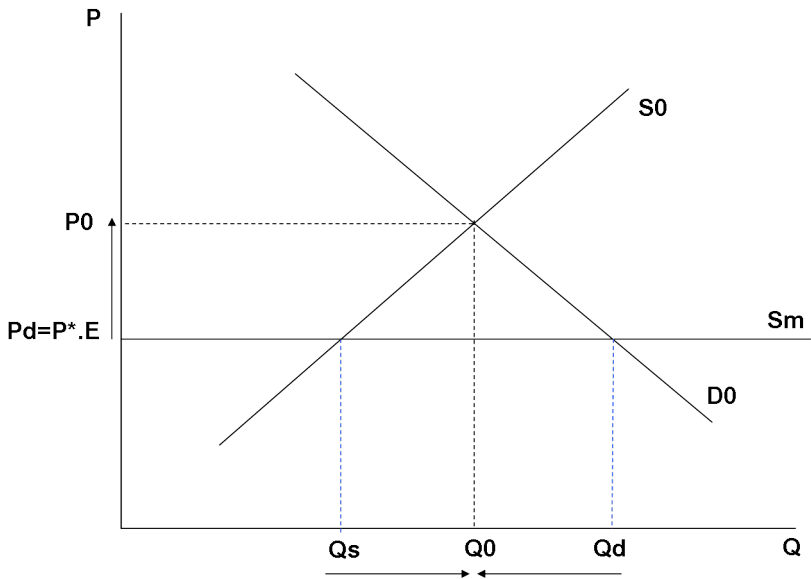


Acumular o prestar?

- ▶ A pesar de que los bancos obtienen dinero (del Estado y por emisión de acciones), el circuito de préstamos y crédito no se ha restablecido. Algunas de las razones principales son:
 - ▶ Prefieren capitalizarse ante la previsión de grandes bajas en la actividad
 - ▶ El grueso de sus activos (créditos y préstamos) están pactados a largo plazo mientras que el grueso de sus pasivos (depósitos y otras deudas) están pactados a corto plazo.
 - ▶ Difícil distinguir entre buenos y malos deudores

La amenaza creciente del proteccionismo (I)

- ▶ Uno de los temas centrales es el papel del proteccionismo en la salida de la crisis. Se compara con la crisis de 1929 que fue agravada por el cierre de las economías nacionales
- ▶ Con procesos productivos integrados horizontalmente y verticalmente, el cierre de las fronteras tiene efectos nocivos sobre los consumidores y significa un cuello de botella para la producción de ciertos bienes
- ▶ La capacidad de importar está ligada a la capacidad de generar reservas a través de las exportaciones: si todos los países se cierran disminuye la cantidad y calidad de bienes que se pueden consumir [▶ Ir a gráfico](#)



La amenaza creciente del proteccionismo (II)

- ▶ Algunos efectos de un mayor proteccionismo a nivel mundial son:
 - ▶ Guerras comerciales entre los países: devaluaciones competitivas, tarifas a la importación y cuotas, subsidios y subvenciones.
 - ▶ Cese de la entrada de reservas internacionales y de ingresos fiscales por exportación e importación (importantes en países de ingresos bajos y medios)
 - ▶ Beneficia a las industrias locales que compiten con productos importados pero perjudica a los consumidores de bienes importados
 - ▶ Distorsión en los incentivos económicos: alienta la producción de industrias sustitutivas de importaciones y desalienta la producción de industrias exportadoras

Respuestas iniciales del gobierno de EEUU

- ▶ Gradual baja de tasas de la FED. Desde 5.25 en Septiembre de 2007 a 0.25 –el menor nivel desde que los registros comenzaron. Otros bancos centrales (Inglaterra, ECB) producen bajas similares [▶ Ir a gráfico](#)
- ▶ El objetivo es doble: restaurar la liquidez en el sistema financiero e incentivar la inversión a tasas reales negativas [i.e. $i^r = i^n - \pi$]
- ▶ Sin embargo, gran parte de la ayuda financiera no se ha traducido en mayor gasto de consumo e inversión sino que se ha ahorrado (en forma de bonos del tesoro y otros activos seguros)

Otras respuestas del gobierno de EEUU

- ▶ Presentación de un presupuesto fuertemente deficitario sobre los tres próximos años con inversiones estructurales en sectores clave como salud y educación
- ▶ Programa de acción conjunta del gobierno estadounidense con inversores privados para compra de activos tóxicos devaluados
- ▶ Programa de quiebras administradas de empresas financieras y no financieras en problemas. Provisión especial para los bancos: test de stress.

Efectos financieros y reales sobre la economía Argentina: empleo, precios y nivel de actividad

Situación previa a la crisis

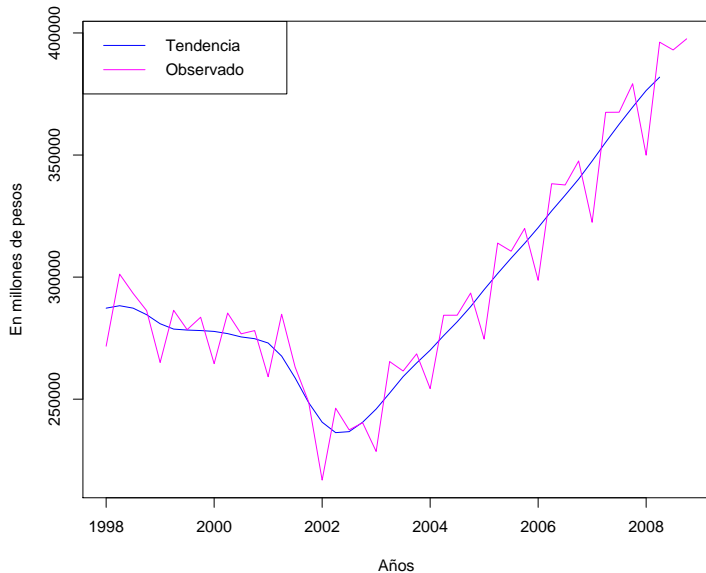
- ▶ Crecimiento sostenido del PBI: promedio de 7.8% anual para el período 2003-08 [▶ Ir a gráfico](#)
- ▶ Situación externa altamente favorable
- ▶ Sostenido aumento de las reservas internacionales y monetización de la economía
- ▶ Gasto público cíclico: aumento del gasto a la par del crecimiento del PBI
- ▶ Inflación moderada y desajustes de precios relativos

Comparación con la situación previa a otras crisis

Variable	Tequila	Crisis Asiática	Actual
Cuenta corriente	-4.3	-4.8	2.7
Reservas/PBI	7.0	9.3	17.7
Superavit fiscal	1.2	0.9	3.2
Tasa de desempleo	13.1	14.1	7.5
Tasa de empleo	37.4	38.8	43.8

Nota: En porcentajes

Evolución PBI real observado y tendencia, 1998–2008



Algunos signos iniciales de la recesión

- ▶ Fuerte salida de capitales: el BCRA vendió en Octubre de 2008 dólares por un monto igual a 3478 millones, la mayor venta desde la crisis de 2002
- ▶ Rápido deterioro del deficit fiscal: menores ingresos del Tesoro nacional por contracción de actividad y menores exportaciones y gasto público contracíclico –sumado a un año eleccionario
- ▶ Pérdida de competitividad de la economía argentina: se busca compensar el aumento del costo de producción con devaluaciones competitivas


Repercusiones sectoriales - Industria

- ▶ En la industria, se produce una baja interanual de 2.8% en el primer bimestre de 2009. Los principales sectores afectados son la industria automotriz, siderúrgica y textiles
- ▶ La producción automotriz cayó en Marzo por quinto mes consecutivo -23.6% en términos interanuales. Fuertes repercusiones sobre el sector metalúrgico.
- ▶ El conflicto del gobierno con las entidades rurales plantea problemas adicionales para la industria dado que impacta negativamente sobre las cadenas agro-industriales. Hasta el momento, los efectos sobre el empleo son marginales

Repercusiones sectoriales - Agro

- ▶ Disminución de 50% prevista en la producción de trigo, maíz y girasol para la campaña 2008/09 debido a una disminución en el área sembrada
- ▶ Pasaría de representar un 4.2% del total de la producción mundial de granos hace un par de años a un 2.9% para la presente campaña
- ▶ Existe una alta volatilidad de precios de los commodities y se espera que continúe durante 2009. Ante este contexto, las expectativas de una menor producción plantean una disminución en las exportaciones

El comercio exterior: evolución y perspectivas

- ▶ Caídas de 30% en el valor de las exportaciones y de 38% en las importaciones. Esto es producto de una disminución de la demanda mundial y de una desaceleración del crecimiento económico interno 
- ▶ La posible introducción de medidas proteccionistas intra y extra Mercosur es una señal de alerta para el sector exportador argentino: devaluación del real y la introducción de restricciones a importaciones brasileras por parte de Argentina
- ▶ La reducción de las importaciones de bienes intermedios y de capital fueron de 37% y 47% respectivamente.

La paradoja del comercio exterior

- ▶ El precio en moneda doméstica de los productores/exportadores viene dado por la siguiente expresión:

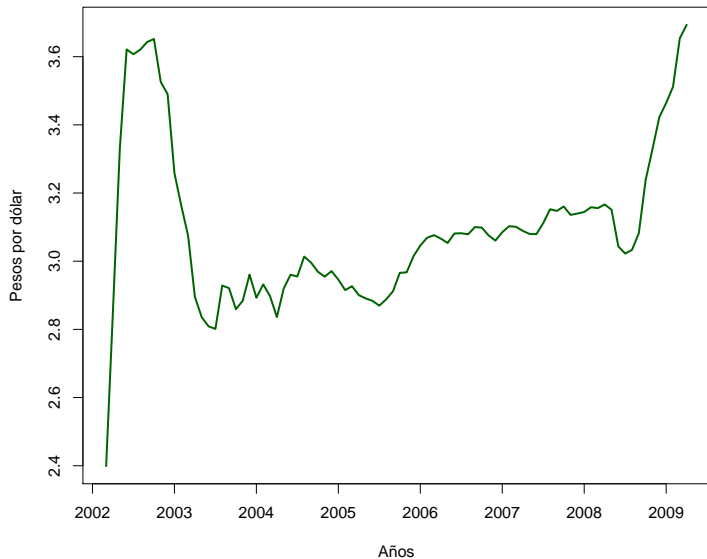
$$P_d = P^* \cdot E \cdot (1 - t_x)$$

- ▶ Es decir, el precio final que reciben los exportadores depende de tres elementos: el precio internacional, el tipo de cambio y las retenciones
- ▶ P^* es altamente volátil y exógeno. Para mantener la recaudación, el gobierno deberá o subir el tipo de cambio (devaluar) o subir las retenciones!

El tipo de cambio y la flotación administrada

- ▶ Entre 2003 y 2008, en la práctica se mantuvo un tipo de cambio fijo (informal). Había frecuentes intervenciones y un alto stock de reservas
- ▶ Entre marzo de 2008 y marzo de 2009 la devaluación del peso es igual al 17% –esto favorece al sector de transables, agro e industria, y perjudica al sector de no transables, servicios [▶ Ir a gráfico](#)
- ▶ Dado que los precios locales tienden a seguir las variaciones del tipo de cambio y una devaluación es seguida eventualmente de inflación.

Evolución del tipo de cambio nominal peso/dólar, 2002-09



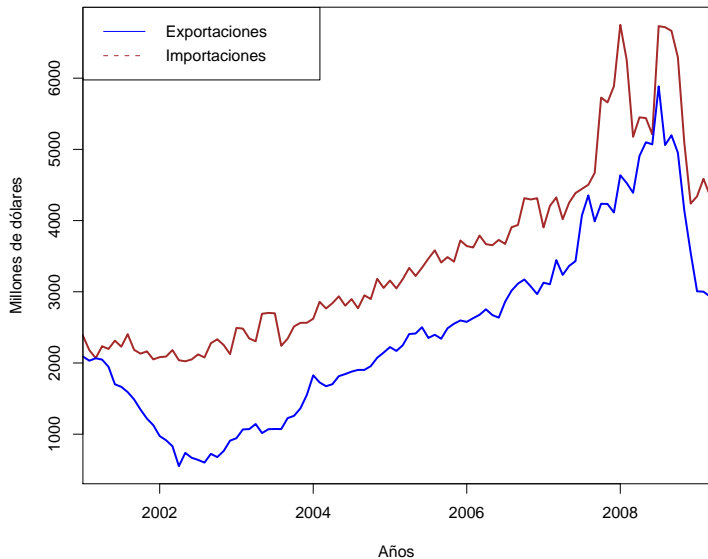
Competitividad argentina: el tipo de cambio real

- ▶ La competitividad de un país viene dada por el tipo de cambio real (TCR) y se define como:

$$e = \frac{EP^*}{P}$$

- ▶ El tipo de cambio real, que en 2002 Argentina era alto dado que el tipo de cambio nominal se triplicaba mientras los precios sólo subían un 40%, ha sufrido un deterioro gradual desde el 2003

Evolución de exportaciones e importaciones en millones de dólares, 2001–2009



Las cuentas fiscales (I)

- ▶ El gobierno de un país tiene una restricción presupuestaria dada por:

$$T(Y, C, W, X - M) - G = \text{Saldo}$$

- ▶ Los ingresos del gobierno dependen fundamentalmente del nivel de actividad, En general, el ciclo de ingresos tributarios sigue al ciclo económico
- ▶ Pero el ciclo de gasto puede ser pro-cíclico o anti-cíclico dependiendo que el gobierno gaste o no durante las expansiones

Las cuentas fiscales (II)

- ▶ Superávit fiscal desde el año 2003, luego de de los deficitarios 2001 y 2002. Importante analizar las fuentes del superávit para analizar la sustentabilidad a largo plazo
- ▶ En 2004, la principal fuente de superávit son recursos genuinos del Tesoro mientras que entre 2005 y 2007 la fuente principal del superávit proviene del excedente de la seguridad social –el Tesoro arroja un déficit para 2007
- ▶ Similar en 2008 aunque los ingresos del Tesoro crecen fuertemente a la par de los altos precios internacionales (primer semestre) y luego se reduce el superávit (segundo semestre)

Las cuentas fiscales (III)

- ▶ Una caída en el nivel de actividad implicará una disminución de la recaudación en impuestos como IVA y Ganancias.
- ▶ Políticas anticíclicas de gasto para compensar la caída en el gasto privado significan aumentos de gasto público en varias partidas importantes (sueldos, subsidios, obra pública)
- ▶ Esto quiere decir que la evolución de las cuentas fiscales para el año 2009 dependerá fuertemente de lo que pase con los ingresos del Tesoro por aranceles a la exportación

Las cuentas fiscales (IV)

Concepto	Mar09	Feb09	Ene09	Dic08	Mar08	Feb08	Ene08
Ganancias	10.7	-1.3	0.2	23.2	20.0	41.7	31.3
IVA	16.3	14.0	0.3	4.1	27.8	38.6	45.5
Retenciones	-1.8	-6.0	-26.7	-15.0	49.5	141.2	157.4
Aportes	28.7	30.4	60.7	56.8	59.2	61.0	30.7
Contrib.	33.1	30.1	28.0	38.1	29.0	29.8	29.8
Total	23.0	16.2	11	20.5	26.9	46.8	49.5

Las cuentas fiscales (V)

- ▶ La deuda pública y el pago de los intereses también presionará sobre las cuentas fiscales. En dólares, el stock de deuda actual es similar al del 2001 (145 mil millones, casi un 50% del PBI)

Concepto	2009	2010	2011
Capital	23965.6	8404.1	10321.2
Interés	4291.2	3730.4	3437.7
Total	28256.7	12134.5	13758.9

Nota: En millones de dólares

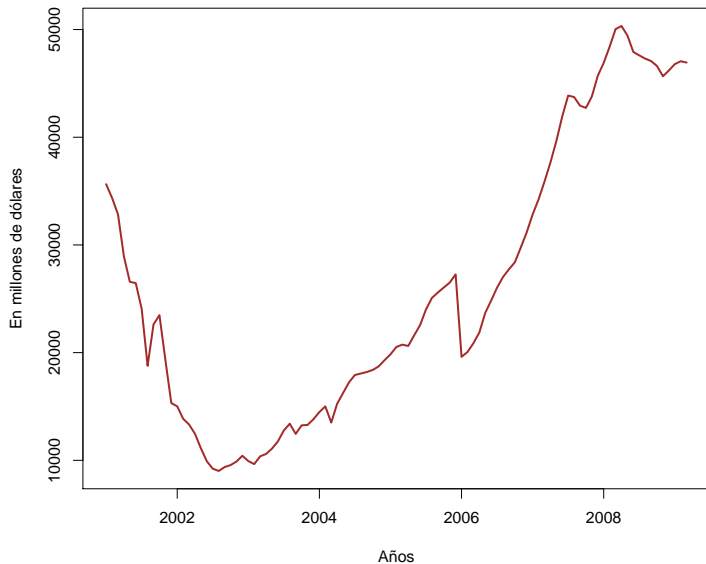
Efectos sobre el empleo

- ▶ Aunque aún no se han producido cambios significativos en los niveles de empleo, se han operado reducciones en las jornadas de trabajo y suspensiones temporarias de trabajadores
- ▶ El desempleo está en aumento en todos lados (Brasil, España, EEUU, Japón) y Argentina no será la excepción. Las políticas del gobierno estarán orientadas a amortiguar el impacto (subsidios para pagar sueldos privados)
- ▶ Los sectores más afectados son la construcción, la industria automotriz y la metalurgia. Se ha parado la creación de puestos de trabajo.

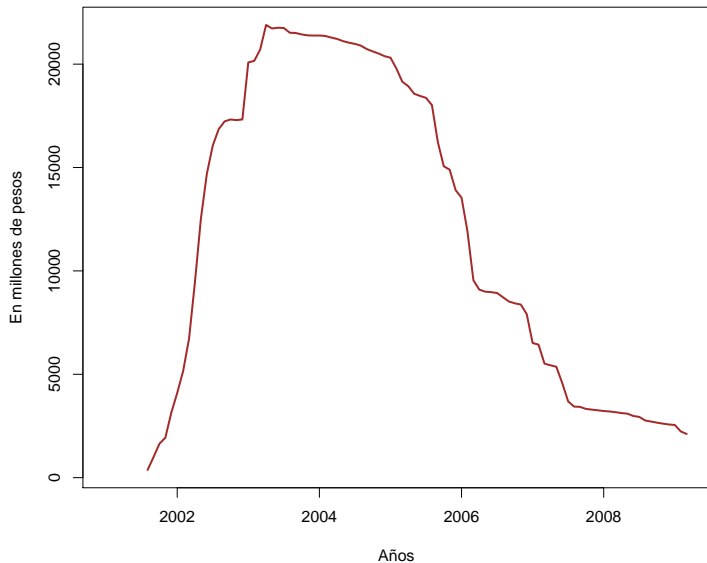
El sector monetario y financiero

- ▶ Debido al aumento en la incertidumbre respecto de las variables macroeconómicas básicas, en el mundo como en Argentina existe una tendencia a resguardarse en activos seguros
- ▶ Los fondos prestables a nivel mundial se han destinado fundamentalmente a bonos del Tesoro de EEUU y otros activos seguros, como el oro.
- ▶ En Argentina, hay un aumento en la demanda de dólares que el gobierno satisfecho de manera parcial produciéndose una tendencia hacia el drenaje de reservas [▶ Ir a gráfico](#) y una gradual devaluación del peso

Evolución de las reservas internacionales del BCRA, 2001-09



Evolución de los redescuentos y adelantos otorgados por el BCRA, 2001-09



Desafíos de cara al 2011

- ▶ El desafío fiscal. Ingresos fiscales decrecientes (o crecientes a menor tasa) y gastos fiscales crecientes (o crecientes a mayor tasa) plantean serios problemas a corto y largo plazo
- ▶ El desafío externo. Actitud de la administración frente a sus principales socios comerciales y el mundo. Definiciones sobre el modelo de productivo y potenciales demandas de sectores industriales y agroexportadores
- ▶ El desafío institucional. En un año eleccionario y de cara a las presidenciables del 2011, establecer cuáles son los objetivos de política prioritarios. Gobernabilidad y estabilidad institucional son claves