

# Balance anual y perspectivas económicas

Tras un quinquenio de fuerte crecimiento del PBI, con tasas en torno al 9% anual promedio, se produjo un quiebre de tendencia, que comenzó a percibirse en el segundo trimestre de 2008.

A nivel internacional, 2008 asistió a una profunda crisis financiera que resulta aún incierta en sus alcances. Como indicio positivo, se insinúa una posible recuperación en el precio de los granos.

Las expectativas para 2009 están en buena parte ligadas al aspecto político, en donde el gobierno enfrentará el dilema de potenciar la actividad sin desequilibrar las cuentas públicas.

## Reseña de la economía argentina e internacional 2008

El año que finaliza marca un punto de inflexión en el ciclo de recuperación de la economía argentina iniciado en el año 2003. Tras un quinquenio de fuerte crecimiento del PBI, con tasas en torno al 9% anual promedio, el quiebre de tendencia comienza a percibirse en el segundo trimestre del 2008. Casi de forma paradójica, el cambio coincide con niveles récord de los precios internacionales de los principales productos de exportación.

Los problemas de solvencia del sector financiero internacional seguían su curso rumbo a un punto de colapso que se alcanzaría en el último trimestre del 2008, con la quiebra de prestigiosas entidades bancarias del mundo. No obstante, el aislamiento del país tras el último default, y el bajo desarrollo del mercado de crédito; sumado a la posibilidad del estado de apropiarse la renta del sector primario por la vía de retenciones, inicialmente creó la ilusión de que la Argentina se podría desentender de las dificultades en la economía mundial. Las teorías del “desacople” de países emergentes contribuyeron a que muchos adoptaran este diagnóstico, que meses después, sería rebatido por los acontecimientos.

Frente a la amenaza del crecimiento del gasto en subsidios dirigidos a paliar una creciente inflación; la decisión de recomponer el superávit fiscal, por la vía de nuevos aumentos de retenciones al sector agropecuario, marco el inicio de un largo conflicto que paralizó la economía del país. Tras el largo enfrentamiento, y cuando resultaba primordial reconstruir la confianza de la población, se produce el estallido de la crisis financiera internacional seguido de un pronunciado descenso de los precios de los productos primarios exportables. Pese al tardío reconocimiento oficial de los efectos negativos del nuevo escenario internacional, el impacto local fue inmediato y se reflejó en fuertes aumentos de tasas de interés y fugas de divisas, acompañadas de presiones cada vez mayores sobre el tipo de cambio. Con el propósito de no incurrir en una nueva cesación de pagos del estado, el Congreso facultó al gobierno para expropiar los ahorros de la población a través de la estatización del régimen de previsión privado.

El año 2009 se presenta con una perspectiva clara de descenso en la actividad económica del país. El gobierno se enfrenta al dilema de intentar sostener la actividad económica para reforzar sus posibilidades en las elecciones para la renovación de legisladores sin desequilibrar

las cuentas públicas. Sin acceso al financiamiento externo y habiéndose apropiado de gran parte del ahorro interno, dos variables críticas para ir delineando el posible escenario económico, serán la recaudación tributaria y los precios de los productos de exportación.

## **Contexto internacional**

### **Primer trimestre: de la burbuja financiera a la burbuja de los productos primarios**

El contexto internacional exhibe un importante deterioro y la actividad económica en los países desarrollados tiende a desacelerarse. Los problemas de liquidez en el mercado de hipotecas de alto riesgo generados en los últimos meses del año anterior, se extienden a otros segmentos de operaciones del sector financiero mundial, con un impacto negativo sobre el flujo de crédito para inversión y consumo.

La magnitud de la crisis financiera todavía resulta incierta; con el transcurso de los meses persiste el contagio de dificultades entre empresas del sector. Frente a este panorama, la Reserva Federal de los Estados Unidos flexibiliza su política monetaria con sucesivos recortes en la tasa de interés.

A pesar de la perspectiva desalentadora, la inflación mundial mantiene su curso ascendente, con un fuerte impulso del precio de los alimentos y la energía. El aumento del precio de los productos básicos es acompañado por una mayor variabilidad en el nivel de cotizaciones. Esta característica de los mercados de productos primarios se explica por la mayor demanda de países emergentes, y en parte se relaciona con la caída de los mercados financieros, lo que lleva a importantes grupos inversores a cambiar su cartera de inversiones y tomar posición en productos primarios.

Con el aumento de las restricciones en la oferta de crédito sumado al mayor ritmo de inflación, se afirma la posibilidad de una brusca desaceleración de la economía mundial, y en modo particular, en Estados Unidos.

### **Segundo trimestre: se profundiza la crisis financiera**

La actividad económica de los países de mayor desarrollo registra una clara desaceleración. Pese a los esfuerzos de la Reserva Federal por aumentar la disponibilidad de dinero e imponer un corte a la epidemia financiera a través de operaciones de compra de títulos de alto riesgo a grandes entidades en dificultades, la crisis financiera tiende a afirmarse.

El mal clima financiero se refleja en la disminución general del precio de los activos financieros, determinando graves pérdidas patrimoniales a inversores. El cambio de situación impacta en forma negativa sobre las expectativas del sector privado, reduciendo las probabilidades de una recuperación inmediata del consumo y la inversión.

Las dificultades comienzan a sentirse en los mercados financieros de países emergentes, afectados por el menor flujo de capitales externos, y refuerzan la tendencia a la baja en el nivel de actividad de la economía mundial

Pese a la desaceleración de la actividad económica en los principales países, la inflación mundial mantiene su curso ascendente. Esta situación se explica en gran medida, por la

# Fundación Bolsa de Comercio de Bahía Blanca



*Los estudios del CREEBBA son patrocinados por la  
Fundación Bolsa de Comercio de Bahía Blanca*

continuidad en la tendencia alcista del precio de las materias primas, aunque a un ritmo menor al observado en los primeros meses del año. Los mayores aumentos se observan en el precio del petróleo, alcanzando niveles record en décadas cercanos a los 150 dólares por barril. El precio de la soja también exhibe aumentos significativos, aunque a un ritmo decreciente y más volátil. La situación es distinta en el precio del trigo, dado que se observa una retracción hacia los niveles de fines del 2007.

### **Tercer trimestre: estalla la crisis con corridas de ahorristas y las economías avanzadas inician una brusca recesión**

La crisis financiera mundial alcanza su punto más grave en el mes de setiembre con la declaración de quiebra de uno de los principales bancos de Estados Unidos -Lehman Brothers-. En forma simultánea, la asistencia gubernamental evita el seguro colapso de uno de los principales grupos aseguradores -AIG-. A partir de estos acontecimientos, las principales entidades financieras comienzan a presentar problemas financieros; el temor se apodera de los ahorristas con retiros masivos de fondos de entidades que agravan las dificultades y se derrumban las cotizaciones de los activos financieros de todo el mundo. La caída de las principales bolsas del mundo determina una fuerte y brusca reducción del nivel de riqueza global.

Los gobiernos de Estados Unidos y Europa intentan frenar la crisis por la vía de provisión de fondos a las empresas con dificultades. Las autoridades monetarias intentan recomponer la liquidez, principalmente la Reserva Federal de Estados Unidos a través de compras de títulos de empresas de corto plazo y fuertes reducciones de la tasa de interés, hasta llevarlas a niveles levemente superiores a cero. A pesar de estos esfuerzos, tras los primeros anuncios no se observan resultados positivos. Se paraliza el mercado de crédito, y comienzan a sentirse los efectos sobre el sector no financiero de la economía.

Las principales economías del mundo ingresan rápidamente a una fase recesiva. El agravamiento de la situación general y la oscura perspectiva a corto plazo para la economía global determina un punto de inflexión en la tendencia del precio de las materias primas, a partir del cual se inicia una pronunciada tendencia a la baja.

La caída de índices accionarios en China, India, Rusia y Brasil diluye las expectativas de un posible rebote por el “desacople” de la crisis de estas economías. Los países emergentes y de menor desarrollo se ven inmersos en la crisis por el repentino deterioro de sus posibilidades de exportación.

### **Cuarto trimestre: políticas fiscales expansivas y flexibilidad monetaria para evitar el riesgo de una depresión mundial**

Durante la primera quincena de octubre, el gobierno de Estados Unidos sanciona una ley para el rescate de grandes entidades en crisis asignando a este fin, primero u\$s 700 mil millones, y días después, u\$s 250 mil millones adicionales. La Reserva Federal profundiza su estrategia de reducción de la tasa de interés para alentar la demanda de crédito, llevándola al 1,5% anual. Sin embargo, estos esfuerzos no son suficientes para restablecer la confianza de los inversores; los índices bursátiles mantienen una pronunciada tendencia a la baja en un contexto de fuerte volatilidad.

Durante el último bimestre, la mayoría de las grandes potencias económicas anuncian políticas monetarias y fiscales tendientes a recomponer la liquidez del sistema financiero y promover la actividad económica a través de fuertes aumentos en el gasto público y/o reducciones

impositivas. Se teme que el ciclo recesivo iniciado con la crisis financiera pueda derivar en una prolongada depresión. La política monetaria se lleva al extremo, al punto que la Reserva Federal reduce la tasa de interés a niveles cercanos a cero.

El cuadro de situación general se complica con el anuncio oficial de una fuerte desaceleración de la actividad económica en China, por el freno de exportaciones a Europa y Estados Unidos. La tasa de crecimiento del producto, proyectada en 10% para el 2008, podría disminuir a la mitad durante el 2009.

El año finaliza con gran incertidumbre en torno a la profundidad, alcance y duración de la crisis. Como indicio positivo, se insinúa una posible recuperación en el precio de los granos; en tanto que una de las principales incógnitas, consiste en el efecto sobre el ánimo de inversores y consumidores, generado por la asunción de un nuevo gobierno en la principal potencia económica.

## Contexto nacional

### *Primer trimestre: aceleración de la inflación, alza de precios internacionales y aumento de retenciones*

Los primeros meses del año plantean como principal preocupación la aceleración de la tasa de inflación, y la persistencia del gobierno en insistir con medidas que resultan inefectivas para revertir las expectativas negativas en torno a la evolución futura de los precios. Esta situación se da en un contexto internacional que comienza a definir con claridad la perspectiva de una fuerte desaceleración de la economía de Estados Unidos; y que hace sentir sus efectos negativos en el resto del mundo a través de un debilitamiento en el ritmo de intercambio entre países.

Transcurrido el primer bimestre, los pronósticos sobre una caída de los precios en el mundo por los problemas en los mercados financieros, no alcanzar a confirmarse. Por el contrario, los precios de productos primarios mantienen la tendencia positiva por la mayor demanda de inversores que optan por deshacerse de sus tenencias en acciones, bonos y derivados financieros y tomar posiciones en estos mercados.

El precio de los granos alcanza niveles sin precedentes, en tanto que, en el plano interno, se comienza evidenciar un claro deterioro de la situación financiera del estado, generado por la política de control de la inflación por la vía de subsidios. En este contexto y con el propósito de recomponer las finanzas, el gobierno anuncia el proyecto de derechos de exportaciones móviles y crecientes con los precios internacionales de los granos (11/03/08). Esta decisión de imponer un nuevo esquema de retenciones representa el punto de partida de un extenso conflicto entre el gobierno y el sector agropecuario.

En paralelo, se mantienen la tendencia creciente en las expectativas de inflación. El acuerdo de ajuste salarial con el influyente sindicato del transporte automotor instala un piso en la formación de expectativas para el resto del año en torno al 20%, un nivel muy superior a las desacreditadas mediciones del costo de vida elaboradas por el INDEC. Por otra parte, la brecha creciente entre mediciones de inflación de organizaciones del sector privado y las estimaciones oficiales, pone en evidencia la ineficacia de las políticas gubernamentales, consistentes en un conjunto amplio de medidas de intervención en mercados como retenciones y cupos a la exportación, compensación de costos industriales por la vía de subsidios, controles de precios, salarios y tipo nominal de cambio y subestimaciones evidentes en la medición oficial del índice de precios.

En resumen, el año se inicia con el problema de la aceleración de la tasa de inflación. El aumento excesivo de los subsidios disminuye el superávit primario y se refuerza la necesidad de un nuevo ajuste fiscal. Con la pretensión de aprovechar los extraordinarios precios internacionales de los granos, el gobierno opta por aumentar la presión tributaria sobre productores agropecuarios por la vía de retenciones móviles. La resistencia del sector agropecuario abre la puerta a un extenso conflicto, que marcaría un drástico cambio en el escenario económico para el resto del año.

### **Segundo trimestre: conflicto del sector agropecuario y estancamiento de la actividad económica**

El acontecimiento central del segundo trimestre fue el enfrentamiento entre el sector agropecuario y el gobierno por las medidas anunciadas en torno a cambios en el régimen de derechos de exportación. Los productores resisten la medida con un paro y múltiples cortes de rutas en el interior del país, lo que genera un rápido deterioro de la situación interna. Este conflicto marco un punto de inflexión en la evolución económica del país. El desgaste generado por la situación condujo a la renuncia del ministro de economía (24/04/08) y una masiva protesta del interior a través de un acto multitudinario en la ciudad de Rosario (25/05/08).

El mercado de cambios acusó el impacto de un menor ritmo de liquidación de divisas por parte de los exportadores, la actividad industrial se vio severamente afectada al interrumpirse las cadenas de abastecimientos de insumos y productos terminados, en tanto, que las restricciones en la oferta de productos básicos determina nuevos aumentos de costos y por lo tanto, una mayor presión inflacionaria.

La incertidumbre generada por la crisis se refleja inmediatamente en los mercados financieros, a través de aumentos en la tasa de interés, caídas de cotizaciones de acciones y un fuerte incremento de la demanda de divisas. Frente a la mayor demanda de dólares, la política cambiaria consiste en contener el tipo de cambio para evitar presiones adicionales sobre la tasa de inflación. El nivel de reservas del Banco Central disminuye en casi u\$s 3 mil millones entre marzo y junio.

La crisis con el agro es acompañada por una desaceleración en la tasa de crecimiento de la economía. La tasa de crecimiento del producto bruto interno, medido en términos reales, disminuye del 8,3% en el primer trimestre al 7,6% en el segundo trimestre.

Otros de los datos significativos del período fue la disminución del resultado primario del estado nacional, pese a que la presión tributaria alcanza niveles máximos de poco más del 25% del producto bruto interno. El aumento del gasto primario se refleja en una pérdida de superávit de casi un punto del producto bruto en el transcurso del trimestre.

El problema de la inflación no cede. La mayor incertidumbre derivada del conflicto agropecuario se traslada a precios. De acuerdo a mediciones privadas, la tasa de inflación se mantiene en niveles cercanos al 2% mensual, en tanto que las mediciones del gobierno arrojan variaciones en torno al 0,7% mensual.

El mal clima interno en parte se contrarresta con la sostenida mejora de los términos de intercambio, principalmente a través de aumentos del precio internacional de la soja y petróleo a niveles record. La soja, en los primeros días de julio se aproxima a los 610 dólares por tonelada en tanto que el petróleo alcanza los 145 dólares por barril. De acuerdo al índice de precios de las materias primas exportadas, elaborado por el Banco Central<sup>1</sup>, la variación en el precio promedio de junio sería de un 66% con respecto al mismo mes del año anterior. No

<sup>1</sup> *IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas. Refleja la evolución promedio de las cotizaciones de los productos primarios básicos de mayor peso en las exportaciones del país.*

obstante, comienza a delinearse un preocupante cambio de contexto internacional, por las posibles repercusiones de la crisis financiera sobre el nivel de actividad en las principales economías del mundo y por esta vía, se afirma el riesgo de una interrupción en la trayectoria alcista de los principales productos de exportación.

### ***Tercer trimestre: dificultades con la recaudación e intento de normalización de normalizar relaciones financieras. Consecuencias del estallido de la crisis financiera global***

La situación financiera del gobierno tiende a complicarse. El gasto público mantiene un fuerte ritmo de crecimiento, impulsado por el sostenido aumento de subsidios, en tanto que la recaudación, medida en términos reales comienza a evidenciar un ritmo cada vez menor de crecimiento

Las dificultades financieras se ven reflejadas en un atraso cada vez mayor en el pago de los subsidios comprometidos y la interrupción en la ejecución de obras públicas. Los desequilibrios generados por el aumento en los subsidios lleva al gobierno a decidir la reasignación de partidas por \$2.500 millones previstas en el presupuesto con otros destinos.

Las dificultades financieras del estado se agravan en el interior del país, los gobiernos provinciales presentan un fuerte deterioro en la recaudación por el efecto de la crisis con el sector agropecuario. Pese a las dificultades para contener el crecimiento del gasto, el gobierno nacional da un nuevo paso en su política de estatización y aumento del gasto, con el anuncio del proyecto de readquisición del control de la principal línea aérea del país (21/07/08).

La disminución del tipo real de cambio por efecto de la mayor inflación frente a un dólar estabilizado por las intervenciones del BCRA en el mercado cambiario, comprime los márgenes de empresas locales expuestas a la competencia externa, sumando un nuevo factor de retracción en el nivel de actividad y empleo.

El rechazo por un voto en la Cámara de Senadores del proyecto de ley de retenciones móviles (17/07/08) determina la finalización del conflicto con productores agropecuarios y contribuye a restablecer cierta normalidad en la marcha de la situación económica.

A principios de agosto, la colocación de títulos públicos al gobierno de Venezuela por u\$s 1.000 millones, a una tasa del 16% anual en dólares confirma las severas dificultades para cerrar el programa financiero del año y crea incertidumbre sobre la capacidad del estado para afrontar sus compromisos de deuda en el mediano plazo.

El gobierno intenta retomar la iniciativa con nuevos anuncios tendientes a normalizar la situación financiera del país y posibilitar el acceso al mercado de crédito internacional. Con estos objetivos, se anuncia la reapertura de negociaciones con el Club de París (2/09/08), se reanudan conversaciones con acreedores externos que no accedieron al canje de deuda del 2005, y se inician gestiones para alargar vencimiento de préstamos con entidades financieras locales a través de un nuevo canje de títulos de deuda. Estas iniciativas contribuyen a mejorar las expectativas pero rápidamente son desestimadas por el abrupto cambio de contexto internacional.

El estallido de la crisis financiera global durante el mes de setiembre con la quiebra del banco Lehman Brothers (15/09/08), determina un rápido agravamiento de la situación económica del país. El efecto inmediato de la crisis fue la liquidación de posiciones de inversores extranjeros en el mercado local, lo que inicia una tendencia general de ventas de acciones y títulos de deuda pública.

La suma de los efectos de la crisis financiera global sobre una situación interna desmejorada por el largo enfrentamiento con el sector agropecuario, genera una caída brusca de la demanda de dinero. Una vez más, los ahorristas adoptan la compra de dólares como principal estrategia de cobertura frente a la incertidumbre. La salida de capitales se intensifica a un nivel comparable con la anterior crisis de los años 2001 y 2002. De acuerdo a datos del INDEC, las transferencias de divisas al exterior del sector privado durante el tercer trimestre ascienden a más de u\$s 5 mil millones.

### **Cuarto trimestre: reconocimiento oficial del impacto negativo de la crisis financiera y anuncios**

Sobre fines de octubre (21/10/08), se anuncia la polémica decisión de una nueva estatización del régimen de previsión social, a través del traspaso de afiliado de las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones (AFJP) al sistema público de reparto a cargo de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES). La medida permite al gobierno apropiarse de un stock de ahorros estimados en \$90 mil millones a lo que suma un flujo de cobros en concepto de aportes en torno a los \$13 mil millones. En paralelo, la transferencia de posesión de acciones de empresas privadas profundiza la política de estatización y control de la economía. La contrapartida del fuerte aumento de los ingresos públicos a corto plazo, es la generación de un importante déficit a largo plazo, dado que el flujo de aportes futuros no resultaría suficiente para pagar las prestaciones de los futuros jubilados y pensionados. Por otra parte, la medida suma un alarmante antecedente de desconocimiento de la propiedad privada, potenciando la salida de capitales generada por la crisis financiera mundial de octubre

Frente a la evidencia de indicadores negativos y un claro deterioro de expectativas generales, el gobierno revisa su postura inicial consistente en que la crisis internacional no impactaría sobre la situación económica del país. La fuerte caída en la cotización de los granos y la caída en los precios de los activos financieros locales, son reflejo del cambio de situación y expectativas del sector privado preanunciando una brusca desaceleración del nivel de actividad en el país. El índice Merval, que en los primeros días de octubre oscilaba en torno a los 1600 puntos, sobre fin de mes desciende a menos de 900 puntos; determinando una pérdida cercana al 45% durante el período. Por el lado de la soja, de casi \$900 que llegó a cotizar la tonelada en el puerto de Rosario a principios de setiembre, en el transcurso de poco más de un mes, llegó a precios inferiores a los \$700.

Con el propósito de mejorar las expectativas y evitar una brusca desaceleración de la actividad económica, se realizan múltiples anuncios tendientes a promover el consumo y generar mayor actividad económica. Las primeras medidas consisten en anunciar un esquema para la repatriación de capitales no declarados ("blanqueo") y un plan de obras públicas por más de \$70 mil millones (25/11/08). Pocos días después, se anunciaría un plan para financiar la adquisición de automóviles nuevos (4/12/08), heladeras y turismo en el interior del país. Casi una semana más tarde (4/12/08), se anuncia una importante disminución de la presión impositiva en los empleados con ingresos medios y elevados a través de modificaciones del régimen de impuesto a las ganancias. La ronda de anuncios se completa con nuevos anuncios de obras públicas a financiar con los fondos expropiados al régimen de capitalización de aportes provisionales, a lo que suma el anuncio de un pago por única vez de \$200 a jubilados (15/12/08) y una rebaja de retenciones a trigo y maíz (23/12/08).

Durante noviembre se comienzan a difundir algunos indicadores de actividad con resultados desalentadores. Se frena la producción industrial – fuertes caídas en los sectores de automóviles, combustibles, acero y aluminio -; en tanto que, se registra una importante desaceleración en el ritmo de crecimiento de las exportaciones. En paralelo, se confirma un severo debilitamiento de la situación fiscal, al registrarse crecimiento nulo en los ingresos por derechos de exportación.

La expectativa general de dificultades para sostener el nivel de empleos e ingresos, reforzada por la difusión de indicadores de actividad con tendencia a la baja, intensifica la demanda de dólares de ahorristas e inversores como estrategia de cobertura. La presión sobre el tipo de cambio es alimentada por la retracción en la liquidación de divisas de exportadores – estimada en casi u\$s 3 mil millones-, a la espera de una recuperación del precio de la soja. La intervención del gobierno, “disuadiendo” compras de grandes operadores, y el fuerte aumento de tasas pasivas estabilizan el mercado en torno al rango que va de los 3,4 a los 3,5 pesos por dólar.

Por el lado de los principales sindicatos, las preocupaciones por mantener puestos de empleo frente a la expectativa de una fuerte contracción de la demanda interna, relega el planteo de ajustes salariales. Por el lado del sector agropecuario, el descontento generado por la baja rentabilidad de las actividades potenciada por la escasez de precipitaciones, plantea el riesgo de reinstalar el conflicto rural. La recuperación del precio internacional de la soja observada en los últimos días del año permite una leve mejora de expectativas de los productores rurales.

## Perspectivas

### Contexto internacional

El año próximo plantea múltiples interrogantes tanto en el contexto externo como en el plano nacional. Los profundos cambios que atraviesa la economía mundial tornan dificultoso trazar tendencias; y por ello, surgen múltiples ejes para definir posibles escenarios. Entre las variables críticas cabe señalar al precio de los productos primarios; así como la respuesta del consumo privado y empleo a las políticas fiscales y monetarias desarrolladas por los gobiernos de las principales potencias mundiales. En el mejor de los casos, sus efectos demandarán tiempo y resulta improbable que se observen mejoras en el transcurso de la primera mitad de 2009.

Sobre el cierre del 2008 comenzaron a resultar evidentes en el sector privado no financiero, las dificultades generadas por la restricción del crédito y la retracción en el gasto de consumidores por el temor a la evolución de sus ingresos futuros. Cabe esperar que esta tendencia se profundice, en modo particular, durante la primera mitad del año en curso. El impulso negativo de la fuerte contracción de la demanda generada por las cuantiosas pérdidas patrimoniales de inversores financieros, tiende a realimentarse con el deterioro de expectativas de los consumidores, por el aumento del desempleo y la caída de ingresos. El menor ritmo de demanda y el aumento de la competencia externa, presionan los precios a la baja y suman un factor más para que el gasto de los consumidores se postergue. La reconstrucción del sistema financiero mundial a través del saneamiento de carteras de entidades en crisis resulta lenta por la integración de los principales mercados y la complejidad de instrumentos innovadores de los últimos años. En la medida que el proceso de depuración de activos avance, se irá normalizando la oferta de crédito; y será más rápido en la medida que no se repitan nuevas caídas bruscas de los principales índices bursátiles. En este sentido, la señales de mejoría en mercados financieros como por ejemplo el repunte con fuerte oscilaciones de los índices Dow Jones y S&P 500 entre diciembre y primeros días de enero, representa un indicio alentador, aunque no es suficiente para revertir el oscuro panorama que deberá enfrentar la economía mundial en el transcurso de los próximos meses.

### Contexto nacional

El contexto internacional representa un condicionante fundamental del desempeño de la economía del país. De la multiplicidad de factores que lo definen, desde la perspectiva argentina,

en particular interesa la evolución de la cotización de los principales de los granos y las posibilidades de exportación a Brasil.

En el primer caso, transcurridos los primeros días del año, se observa una incipiente recuperación en el precio de la soja, aunque aún resulta prematuro anticipar si la misma se logrará sostener en el tiempo. Desde fines de diciembre hasta primeros días de enero, se observó un alza del 30%; llevando el precio internacional a los u\$s 375 (Chicago) y el precio local a los \$850 (Rosario). Más allá de las fluctuaciones en la oferta mundial por razones climáticas en las regiones productoras de América del Sur, habrá que esperar para ver como repercute la fuerte desaceleración de la economía de China sobre su demanda de importaciones de granos. El precio de los granos interesa por varios motivos. Por un lado, refuerza las posibilidades de que se sostenga la actividad del sector agropecuario y las cadenas de valor que convergen sobre la producción primaria. En segunda lugar, genera un mayor incentivo a productores para la venta de granos, aumentan los embarques y el mayor ritmo de liquidación de divisas resta presiones sobre el tipo de cambio. En tercer lugar, le interesa al gobierno porque permite un mayor ritmo de ingresos en conceptos de derechos de exportación.

El impacto de la crisis internacional en Brasil es un factor de relevancia para pronosticar el desempeño de la industria argentina, por ser el principal destino de productos manufacturados. El fuerte crecimiento exportador de Brasil así como los flujos de capitales extranjeros que ha logrado captar durante los últimos años, han determinado una fuerte exposición de su economía al riesgo de una recesión mundial. El impacto inmediato de la crisis internacional, ha sido una fuerte depreciación del real frente al peso, freno del ritmo de demanda de productos argentinos y aumento de la competencia de empresas de Brasil en el mercado local. Esta situación afecta el desempeño de la industria local y por lo tanto, de acuerdo a como puedan o no llegar a intensificarse, representa uno de los elementos que determinaran el grado de desaceleración de la actividad industrial.

A los factores señalados que aporta el contexto exterior, cabe agregar el cuadro de situación propio del país. Los últimos meses del 2008, arrojan importantes definiciones para ir delineando los posibles escenarios de la economía local. En primer lugar, los indicadores de actividad anticipan una fuerte desaceleración de la actividad económica, con importantes caídas en sectores claves como el de la construcción, combustibles e industria automotriz. La parálisis de estos sectores se trasladará al amplio conjunto de actividades que conforman sus cadenas de valor. En segundo lugar, se registra una fuerte contracción del crédito bancario y comercial, reflejada en el gran incremento de las tasas de interés. Como tercer punto, interesa el menor ritmo de inflación por efecto de la brusca desaceleración de la demanda. De acuerdo a mediciones propias, el ritmo de inflación anual a fines del 2008 se ubicaba en torno al 12%, muy por debajo del 21% anual observado a principio de ese mismo año. En cuarto lugar, la necesidad de recomponer el superávit primario ha llevado al gobierno a autorizar importantes ajustes de tarifas en servicios, lo que a la vez supone un avance en la remoción de las graves distorsiones generadas por la política económica en el sistema de precios durante los últimos años. Cabe señalar asimismo que la fuerte disminución del precio del petróleo y gas en el mercado internacional suma su contribución para el ahorro de gastos en subsidios estatales. En quinto lugar, y como se señaló antes, se agrega como señal positiva el repunte del precio de la soja en el mercado internacional, aunque todavía resulta prematuro asegurar la continuidad de esta tendencia en el resto del año. Un séptimo dato a tener en cuenta es el ajuste del precio del dólar en el último trimestre del 2008. El aumento del tipo de cambio ha permitido cierta recomposición de la rentabilidad de sectores exportadores y restablecimiento de paridades que permitan competir con empresas de países que introdujeron fuertes devaluaciones de sus monedas con respecto al dólar. De cualquier modo, prevalecen expectativas de nuevos aumentos en el tipo de cambio en el transcurso del año, alentadas por presiones del sector industrial para sostener el nivel de empleo. Finalmente, otro dato que contribuye a reducir el alto nivel de incertidumbre ha sido la difusión del programa financiero del gobierno, informando

sobre los recursos disponibles para atender los compromisos de deuda en tiempo y forma. De acuerdo a fuentes oficiales, las necesidades financieras del estado ascienden a casi \$ 69 MM. De este total, unos \$20 MM se podrían llegar a cubrir con superávit primario. El resto, surgiría de recursos que podría aportar organizaciones descentralizadas del gobierno (SIPA, AFIP), adelantos del BCRA y desembolsos del BID y Banco Mundial; a lo que probablemente se sume el refinanciamiento de vencimiento por la vía del canje de deuda con bancos del país, por préstamos garantizados.

Considerando los puntos anteriores y de acuerdo a la situación actual, el escenario más probable para la economía argentina podría ser el de una fuerte retracción en el nivel de actividad, pero sin incurrir en incumplimientos en los pagos de vencimiento de deuda. El tipo de cambio se depreciaría pero a un ritmo controlado por el Banco Central. La dificultad del gobierno se presentaría en la forma de pago de sus compromisos en dólares, si el sector externo no genera un superávit comercial suficiente para satisfacer estos requerimientos de divisas, a lo que se agrega la fuerte demanda de moneda extranjera de particulares. Por el lado de las exportaciones, la disminución de cosechas por la escasez de lluvias y la retención de granos de los productores a la espera de mejoras en las condiciones de comercialización, afectarían el ritmo de generación de divisas. El efecto negativo se amortiguaría parcialmente con un menor flujo de importaciones por el doble efecto de la disminución en los ingresos y depreciación de la moneda, a lo que cabría agregar aumentos de saldos exportables por la caída del consumo interno.

La tasa de inflación tendería a disminuir por efecto del menor ritmo de demanda y la menor presión de la inflación importada. Por otra parte, frente a la perspectiva de un aumento en el desempleo, los sindicatos han moderado sus pedidos de ajuste salarial. No obstante, estos efectos a la baja de precios, se verían contrarrestados por la depreciación del dólar y la necesidad de normalización de precios regulados, debido a la necesidad de controlar el gasto. Esta falta de flexibilidad de los precios introducidos por la política de los últimos años contribuiría a intensificar la caída del nivel de actividad y empleo.

La caída del nivel de actividad interna será general y se sentirá con mayor intensidad en sectores de bienes de consumo durables, servicios tanto personales como a empresas caracterizados por presentar una alta sensibilidad a cambios en los ingresos, y en modo particular, en actividades que forman parte de la cadena de valor de la construcción e industria automotriz.

En resumen, la suerte de la economía argentina depende de la posibilidad de preservar dos equilibrios fundamentales: el fiscal y el externo. En el primer caso, la baja del superávit primario, amenazado por la desaceleración, recibirá el auxilio de fuentes de financiamiento extraordinario (estatización del régimen de previsión) y por lo tanto, refuerza la probabilidad que el gobierno pueda cumplir con sus compromisos financieros. En el plano externo, el gran interrogante es como responderá la demanda de dinero a la incertidumbre que genera las dificultades económicas, tanto en el plano interno como internacional. La dolarización de tenencias, la posibilidad de conflictos con el sector agropecuario y un menor monto de exportaciones, son factores que acrecientan al riesgo de faltante de divisas y de una fuerte presión sobre el tipo de cambio. La alternativa de permitir la depreciación de la moneda local se vería limitada por el impacto negativo en el salario real en un contexto de desempleo creciente. La proximidad de elecciones resta incentivos para avanzar con este tipo de medidas. La recuperación observada en el precio de la soja a comienzos del 2009, contribuye a descomprimir las tensiones en el frente externo. Entre las variables críticas para ir delineando el incierto escenario de la economía argentina cabe destacar el precio internacional de los granos, el tipo de cambio y la evolución de la recaudación. ■

### Indicadores macroeconómicos

INDICADOR	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	(*)
Variación PBI	-4,4%	-10,9%	8,7%	9,0%	9,2%	8,6%	8,7%	6,5%	sep
Variación Inversión Bruta Interna	-17,2%	-1,9%	52,2%	50,8%	33,0%	33,9%	28,6%	20,6%	III trim
Variación IPC	-1,5%	41,0%	3,7%	6,1%	12,3%	9,8%	8,5%	7,2%	dic
Tasa de desempleo	18,3%	17,8%	14,5%	13,0%	10,1%	10,7%	7,5%	9,2%	sep
Exportaciones (miles mill \$)	27	26	30	35	40	46	55	60	ene-oct
Importaciones (miles mill \$)	20	9	14	22	29	34	45	50	ene-oct
Préstamos totales (miles mill \$)	72	73	65	58	63	78	98	131	II trim
Depósitos totales (miles de mill \$)	84	65	84	110	129	155	192	233	II trim
Deuda pública (miles mill u\$s)	132	115	169	191	129	137	144	150	junio
Recaudación del SPNF (miles mill \$)	45	50	72	98	119	150	200	269	dic

Fuentes: Ministerio de Economía, INDEC y BCRA



**Asociación Industrial Química  
Bahía Blanca**

Compañía Mega • Dow Argentina • Profertil • Solvay Indupa

**Respaldando las investigaciones  
sobre la economía regional**

## CLAVES PARA LEER LA SITUACIÓN FISCAL NACIONAL

### Recaudación

De acuerdo a las cifras publicadas por AFIP, durante 2008 la recaudación tributaria se incrementa un 35% en comparación con el total recaudado en 2007. No obstante, durante el último bimestre de 2008, se evidencia una caída en el ritmo de crecimiento de la recaudación en relación con el año anterior, siendo en diciembre de 2008 sólo un 20% mayor a la del mismo período 2007. Si se tiene en cuenta que las estimaciones privadas computan una inflación interanual del orden del 19%, se pone en evidencia el freno en la recaudación tributaria.

La principal desaceleración se observa en la recaudación de derechos de exportación, que pasa de crecer a tasas cercanas al 150% en algunos meses de 2008 como consecuencia del incremento en las alícuotas, de la extensión del tributo y del precio de los productos exportables, a tener un crecimiento nulo en el mes de noviembre y mostrar una caída del 15% en diciembre. Esta situación plantea un interrogante acerca de las posibilidades de sostener el resultado fiscal positivo en 2009 si se considera que la recaudación de los derechos de exportación representa uno de los pilares fiscales del actual modelo.

Otro tributo central para la situación fiscal es el impuesto a los débitos y créditos en cuenta corriente. El crecimiento de la recaudación total en 2008 en comparación con 2007 es del 29%, con tasas de crecimiento relativamente homogéneas a lo largo de todo el año.

El IVA aporta más de 30% de los ingresos tributarios. En el total de 2008 su recaudación resulta un 28% mayor a los guarismos de 2007. Sin embargo, es notable la desaceleración observada sobre finales de 2008 dado que la variación diciembre 2008 contra el mismo mes del año anterior es sólo del 4%. Si se contempla que el IVA es un impuesto fuertemente asociado al nivel de actividad, su desempeño está confirmando una caída en el mismo.

Los ingresos por seguridad social muestran una variación interanual del orden del 40%, con ritmo de crecimiento sostenido a lo largo de todo 2008 como consecuencia, en primer lugar, del traspaso voluntario de afiliados de las AFJP al sistema de reparto, y posteriormente, con la estatización de las AFJP, del traspaso compulsivo de la totalidad de afiliados al sistema previsional argentino. Esto permite obtener al estado nacional, un ingreso adicional cercano a los 1.000 millones de pesos mensuales que comienzan a evidenciarse en los números del mes de diciembre.

### Gasto público

De acuerdo a la última información disponible, el gasto total del sector público no financiero (SPNF) se incrementa en el período enero-octubre de 2008 un 35% en comparación con el mismo lapso de 2007, en tanto que el gasto primario (que excluye el pago de intereses) aumenta un 37%. Este resultado surge de un incremento generalizado de las partidas de gasto público, pero podría señalarse como los principales propulsores a los gastos en remuneraciones (que crecen un 32% período contra período), las transferencias corrientes (45% de incremento) y las prestaciones de seguridad social (32%).

Los gastos en remuneraciones se incrementan como consecuencia de los ajustes salariales en el sector público explicando una alta proporción del aumento total del gasto.

Con respecto a las transferencias corrientes, la principal suba responde a las destinadas al sector privado (55% entre enero-octubre de 2008 frente a enero octubre 2007), y dentro del sector público a las universidades nacionales, también como consecuencia de mejoras en las remuneraciones.

### Resultado fiscal

Las cifras publicadas por el Ministerio de Economía de la Nación indican que, durante 2008, el superávit fiscal del SPNF no se ha deteriorado. La información disponible llega hasta el mes de octubre, y a partir de allí se deduce que en el acumulado del año, el superávit primario del SPNF resulta superior en un 37% al observado en el mismo lapso de 2007. Por otra parte, el superávit financiero, un concepto más amplio que incluye los pagos de intereses de la deuda pública, también exhibe un importante incremento como consecuencia de una retracción del 1% en el pago de intereses.

La holgura que aún se observa en el resultado fiscal del SPNF durante 2008 puede verse comprometida en este año si no se contiene el gasto primario, en atención a las mermas observadas en la recaudación. Adicionalmente, es importante considerar la situación del total de provincias dado que el estado nacional suele funcionar como prestamista de última instancia frente a los desequilibrios provinciales.

En conjunto, las provincias cerraron 2008 con un resultado primario, antes del pago de la deuda, negativo con pronósticos desalentadores para 2009. En términos consolidados, el déficit financiero pasa de \$600 millones en 2007 a \$3.040 millones en 2008. El grueso del rojo se explica por el desempeño de CABA y Buenos Aires. El principal impuesto de las provincias es ingresos brutos, reflejo del nivel de actividad, por lo tanto se espera una reducción de los ingresos tributarios para este año.

Este escenario plantea una puja provincial por las transferencias que el SPNF hace a los gobiernos subcentrales. En el caso del sistema de coparticipación se abre una nueva discusión: el 15% de la masa coparticipable que antes se asignaba a cubrir el déficit del sistema de seguridad a partir de la creación del sistema de capitalización, ya no tendría sentido luego de la contrarreforma de estatización del sistema previsional teniendo en cuenta que la totalidad de los aportes ingresa actualmente en las arcas del sector público nacional. Ese 15% entonces debería integrar nuevamente los fondos coparticipables. En paralelo, se abre un espacio para la búsqueda de transferencias discrecionales por parte de los gobiernos provinciales.