

DESARROLLOS RECIENTES EN LA ECONOMÍA ARGENTINA

1. ANTECEDENTES

El 18 de diciembre de 2000 Argentina recibió un paquete de ayuda financiera, liderado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), de \$us 40.000 millones. El 19 de febrero de 2001 la crisis político-financiera que estalló en Turquía contagió a los mercados emergentes, lo que llevó a los inversores a retirar fondos de estos mercados y en particular de Argentina. El 4 de marzo de 2001 el presidente De la Rúa nombró a Ricardo López Murphy nuevo ministro de Economía y aseguró que se cumplirán las metas pactadas con el FMI, además de reafirmar la convertibilidad. El 16 de marzo su gobierno anunció un nuevo plan económico que preveía un recorte en el gasto público por \$us 1.962 millones en 2001 y por \$us 2.485 millones en 2002, para combatir un déficit fiscal. El FMI señaló que las medidas eran buenas, pero que debían contar con apoyo local y externo.

El 20 de marzo el presidente De la Rúa posesionó a Domingo Cavallo como nuevo ministro de Economía, el tercero en 19 días. El 21 de marzo, Cavallo presentó su plan de rehabilitación económica.

2. EL PLAN CAVALLO

El Plan Cavallo incluye un conjunto de medidas que fueron dictadas en forma gradual. Su principal componente es la Ley de Competitividad, cuya medida más relevante fue la autorización del Congreso para la adopción de nuevas medidas orientadas a reactivar la economía. Después de la Ley de Competitividad, el Gobierno presentó al Congreso la ampliación de la convertibilidad al euro, disposición que fue aprobada.

En las medidas iniciales destacó el impuesto a las transacciones financieras, la modificación del arancel de importaciones y la disminución de la tasa de encaje legal de 20% a 18% por el Banco Central de la República Argentina. Con el impuesto del 2,5 por mil a las transacciones financieras se esperaba recaudar adicionalmente \$us 220 millones en el primer mes de aplicación. Desde el 1° de junio está en aplicación una reforma impositiva que elimina exenciones y aumenta la tasa de impuesto a las transferencias bancarias. Se estima que este año, el aumento de ingresos por dichas medidas alcanzará a \$us 1.500 millones.

Además, se acordó con el FMI un nuevo Programa Financiero para 2001, que tiene por objetivo reemplazar el financiamiento originalmente previsto en el mercado internacional (euros y yenes) por colocaciones en el mercado interno, manteniendo la meta del déficit fiscal en \$us 6.500 millones.

El 15 de junio el ministro de Economía anunció un amplio plan económico que incluye el abandono del régimen de cambio fijo para las operaciones de comercio exterior. Así, se crea un mecanismo de empalme arancelario de la convertibilidad para exportaciones e importaciones. La cifra adicional es el factor de empalme con la nueva convertibilidad; este factor surge de comparar el precio del dólar estadounidense con el promedio de precios de éste y del euro. Por tanto, el tipo de cambio se determina a diario, según las variaciones de las cotizaciones de ambas monedas. El arancel máximo de importación de bienes de consumo se reduce de 35% a 27% y el reembolso máximo de exportación baja de 12% a 4%, para compensar el efecto arancelario de la introducción del factor de empalme. Los reintegros más altos que son de 12% se reducirán al 4% y los que eran menores a 8% desaparecen. Los únicos bienes que no recibirán ni pagarán el factor de empalme son los combustibles.

La convertibilidad original, un peso igual a un dólar estadounidense, rige para los activos de los argentinos y de los inversores del exterior, hasta que entre en vigencia la nueva convertibilidad.

3. EL MEGACANJE DE LA DEUDA PÚBLICA

El gobierno argentino, a fines de junio, invitó a tenedores de activos financieros del país (por unos \$us 66.700 millones que vencen hasta en 2031) a canjearlos por cuatro nuevos bonos globales que madurarán,

dos en 2008, uno en 2018 y otro en 2031, además de un pagaré (promisory note) en 2006.

El Gobierno aceptó ofertas por \$us 29.494 millones de bonos viejos, de los cuales \$us 24.456 millones corresponden al tramo no competitivo, es decir la aceptación de la propuesta del Gobierno, y \$us 5.035 millones al tramo competitivo, correspondiente a la propuesta por parte de los tenedores. El precio promedio de los bonos fue de \$us 75,2 y un rendimiento a la madurez de 15,37%. Entre \$us 7.000 millones a \$us 8.000 millones correspondieron a ofertas del exterior, cuando todo parecía indicar que el canje iba a limitarse al mercado interno.

El efecto del megacanje es la reducción de las necesidades de financiamiento de corto plazo del sector público de \$us 19.824 millones a \$us 16.924 millones en 2001 y de \$us 25.690 millones a \$us 20.905 millones en 2002. El mayor impacto está en que la operación permite al Gobierno posponer, hasta después de 2005, pagos por conceptos de capital e intereses correspondientes al servicio de su deuda por un monto acumulado de \$us 16.047 millones. Para 2001, esta postergación de pagos, es por \$us 3.229 millones y para 2002 por \$us 4.593 millones. Además, se extendió el plazo promedio de la deuda en 2,78 años, aunque, por contrapartida, los rendimientos promedio subieron en 0,35%. La ganancia financiera en valor presente, se estima en \$us 103 millones.

4. LOS PROBLEMAS FUNDAMENTALES

En el pasado, cuando un país emergente entraba en crisis era por alto déficit de su cuenta corriente y elevado déficit fiscal. Es decir, estaba asociado con los llamados "fundamentales". Empero, en el caso argentino estos indicadores están por debajo del promedio de los países latinoamericanos. El déficit fiscal bordea el 2% del Producto Interno Bruto (PIB) y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos está en torno al 3% del PIB (Cuadro 1). El problema de Argentina emerge de la conjunción de problemas relacionados con el financiamiento del déficit fiscal, la convertibilidad, la recesión económica y la deuda de corto plazo.

CUADRO 1
ARGENTINA
INDICADORES ECONÓMICOS BÁSICOS

INDICADORES	1998	1999	2000
PIB (tasa de crecimiento %)	3,8	-3,4	-0,5
Inflación (%)	0,7	-1,8	-0,7
EN PROPORCIÓN DEL PIB			
Balance Primario	0,9	0,4	0,9
Balance Fiscal	-1,3	-2,5	-2,4
Déficit de Cta. Corriente en Bal. de Pagos	-4,8	-4,4	-3,3

Fuente: FMI

Uno de los problemas centrales de nuestro vecino del sur es el financiamiento del déficit fiscal, porque, por un lado, debido a la ley de convertibilidad, el sector público no puede recurrir al crédito del Banco Central, sino tiene que financiarse en el mercado financiero interno y externo. Por otro lado, un ajuste fiscal en un periodo recesivo agrava, posiblemente, la contracción de la actividad económica y es muy dificultoso en un contexto político y social adverso. Además, es preciso recordar que las renegociaciones de la deuda son muy laboriosas cuando los inversores perciben que no hay perspectivas de una reactivación económica sostenida.

En el nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional — aprobado a fines de mayo—, Argentina se comprometió a no rebasar en el primer semestre, un desequilibrio de \$us 4.939 millones y en los primeros nueve meses, de \$us 6.249 millones y a fines de diciembre, de \$us 6.500 millones, lo que dejaba para el último trimestre un escaso margen de \$us 251 millones. El gobierno esperaba mantener la inflación bajo control y que el PIB crezca este año entre 2,0% y 2,5%. Los analistas independientes estimaban que la economía apenas se expandirá en 1,0%.

Según las autoridades financieras, el problema de Argentina no es la deuda pública¹. Si se incluyen las provincias, la deuda pública es de 50,8% del PIB, que es comparable con la de los países en desarrollo, y sin provincias es de 44,8% del PIB. La deuda externa bruta total representa el 51,5% del PIB y la deuda pública externa del Gobierno Nacional el 30% del PIB. Los indicadores respecto a las exportaciones de bienes y servicios, hacen ver un servicio de la deuda externa de 40,5% y un servicio de la deuda pública externa de 22,6% (Cuadro 2).

CUADRO 2
INDICADORES DE DEUDA

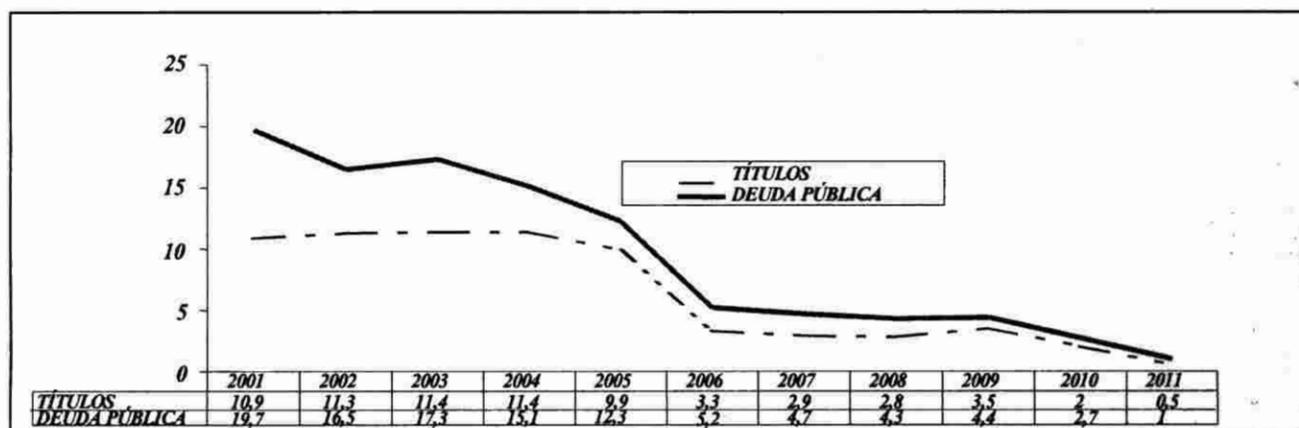
INDICADORES	% PIB	% Export.
Deuda Pública Bruta	44,8	
Deuda Pública Externa del Gobierno	30,0	277,9
Deuda Externa Bruta	51,5	477,4
Servicio de la deuda externa	4,4	40,5
Servicio deuda pública externa	2,4	22,6
Deuda externa de corto plazo	8,0	74,0

Fuente: Ministerio de Economía de Argentina.

Si se consideran otros indicadores se puede constatar que los problemas de nuestro vecino del sur, están más relacionados a un problema de liquidez y no de solvencia, vinculado con la deuda en bonos emitidos tanto en el mercado nacional como en el mercado internacional. En primer lugar, las obligaciones del sector público nacional de mediano y largo plazo, suman \$us 117,8 mil millones, mientras que la deuda de corto plazo es de \$us 5,1 mil millones. Sin embargo, se incluyen —como deuda de mediano plazo— los títulos públicos que alcanzan a \$us 90,9 mil millones y representan porcentualmente el 77% de la deuda de mediano plazo. Esta obligación en títulos, es exigible en el corto plazo en situaciones de crisis o cambio de expectativas por parte de los inversores, en forma similar a lo ocurrido en el caso de México.

En segundo lugar, el perfil de vencimientos de capital de la deuda del sector público nacional se concentra en el periodo 2001 a 2005, pues asciende a 63% con \$us 80,9 mil millones, y en el caso de los títulos públicos llega al 59% al registrar \$us 54,9 mil millones, tal como se puede ver en el Gráfico 1.

GRÁFICO 1
PERFIL DE VENCIMIENTOS DE CAPITAL DE LA DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NACIONAL
EN MILES DE MILLONES DE DÓLARES ESTADOUNIDENSES



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Economía de Argentina

En tercer lugar, el perfil de amortizaciones de la deuda externa del sector público no financiero y el Banco Central, muestran una acumulación de \$us 50,5 mil millones, en el periodo 2001 a 2005, equivalentes al 59% de la deuda externa total de dicho sector que era de \$us 85,3 mil millones en el año 2000.

En cuarto lugar, la relación de deuda externa de corto plazo respecto a las exportaciones de bienes y servicios es de casi 3/4 y si se compara con el nivel de las reservas internacionales es del 67,5%.

Por tanto, al estar los problemas fiscales de Argentina relacionados con una concentración de pagos en el corto plazo, parte de solución implicaba una reprogramación de los pagos como se hizo efectivamente con el canje de deuda.

5. LAS MEDIDAS DE JULIO: DÉFICIT FISCAL CERO

La ley apunta a que desde julio no se gaste más de lo que se recauda. Se ajustan los sueldos jubilaciones y contratos vinculados al Estado nacional. Los gastos que no se ajustan son los destinados a pagar intereses de la deuda pública (y los giros por coparticipación a las provincias).

Las medidas aprobadas por el Congreso fueron las siguientes:

- Inicialmente, el decreto del ajuste afectaba con un recorte entre el 8% y 10% a los sueldos (de los empleados públicos y jubilados) superiores a los 300 pesos, a las universidades nacionales y a los contratistas y proveedores del Estado. Después se elevó el piso de los sueldos que serían afectados a los 500 pesos, pero el recorte subió al 13%. Adicionalmente, se extendió el recorte a los empleados del Congreso del Poder Judicial. El ajuste no es fijo, lo mismo que el piso de 500 pesos. Están sujetos a los ingresos del mes anterior y al pago de intereses de la deuda.

- Las asignaciones por familia (en todos los casos las paga el Estado), también tendrán un recorte del 13%. Los estatales que ganen menos de 500 pesos quedarán exentos.
- Se anula la rebaja del Impuesto a las Ganancias para el 2001.
- Se extendió a depósitos en cajas de ahorro el impuesto a los débitos y créditos bancarios del 6 por mil, que regía sólo para cuentas corrientes.
- Se da marcha atrás con la rebaja en la gasolina dispuesta el 19 de junio, de modo que aumentará el Impuesto a la Transferencia de Combustibles (ITC) de 38 a 48,6 centavos por litro.
- Todos los comercios y empresas de servicios (privatizadas, cadenas de supermercados, etc.) que empleen más de 40 personas aumentarán el pago de aportes patronales de 16% a 20%.
- Las propiedades cuya valuación sea superior a los 200 mil pesos en la provincia de Buenos Aires, pagarán hasta 50% más de impuestos.

La nueva ley modifica el Código Civil y Comercial, modifica los derechos de jubilados, estatales o proveedores, y prohíbe a los jueces decretar medidas cautelares que afecten los recursos del Estado.

El efecto de las medidas, que se había estimado inicialmente en \$us 1.500 millones para el segundo semestre de este año, sería de \$us 2.500 millones hasta fin de año, debido a las modificaciones introducidas en el Congreso.

Pese a la magnitud del ajuste, la actitud de los inversores internacionales permaneció escéptica. Se acentuó el retiro de depósitos, aumentó el grado de dolarización de los mismos y se aceleró la pérdida de reservas internacionales. En julio los depósitos bajaron

en 6,4% (\$us 4,7 mil millones), el grado de dolarización aumentó en 1% y las reservas disminuyeron en 16% (\$us 3,5 mil millones).

Ante esta difícil situación, Argentina pidió nuevamente el apoyo del FMI y de los países del Grupo de los Siete, con objeto de lograr recursos que tiendan a mejorar la posición de las reservas internacionales y logren dar un mayor respaldo para frenar el retiro de depósitos y la pérdida de reservas internacionales

6. EFECTO CONTAGIO

No obstante los esfuerzos realizados para alcanzar un ajuste fiscal que le permita un financiamiento sostenible, los mercados internacionales aumentaron su percepción de riesgo sobre Argentina y sobre la región latinoamericana, manifestándose un efecto contagio, que no se amplió a otros mercados emergentes, sino se concentró en la región.

El efecto contagio —hasta ahora— se ha dado a través de dos vías; el fuerte aumento de los spread de los bonos emergentes y la aceleración de las depreciaciones cambiarias de los países vecinos.

Medido por el referencial EMBI+ (Índice de Bonos de Mercados Emergentes) de JP Morgan, el spread de los bonos argentinos respecto a los bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América aumentó —a fines de julio— hasta 1599 puntos básicos, de un nivel de 798 registrado a fines de diciembre de 2000, lo que implica un incremento de 801 puntos (Cuadro 3). El spread de los bonos de Brasil aumentó respecto al mes de diciembre de 2000 en 213 puntos y el spread para América Latina en 301 puntos. Contrariamente, en otros mercados emergentes como los situados en el continente asiático, el spread disminuyó en 67 puntos básicos, lo cual muestra que el efecto contagio se limitó a nuestra región.

El impacto de la inestabilidad de Argentina y los problemas de Brasil relacionados con la crisis energética, influyeron también en fuertes variaciones de algunas monedas. Así, entre diciembre de 2000 hasta fines de julio, el real se depreció en 27,2% y el peso chileno en 16,8%.

**CUADRO 3
EFECTO CONTAGIO**

REFERENCIAS	DIC. 2000	JUN. 2001	JUL. 2001	VAR. ABS. JUL01/ JUN01	VAR. ABS. JUL01/ DIC00
SPREAD RESPECTO A LOS BONOS DEL TESORO DE EE.UU.					
Argentina	798	969	1.599	630	801
Brasil	759	827	972	145	213
América Latina	715	762	1.016	254	301
Asia	505	409	438	29	-67
EMBI + ¹	765	737	940	203	175
TIPO DE CAMBIO CON REL. AL \$US	DIC. 2000	JUN. 2001	JUL. 2001	VARIACIÓN %	
Argentina	1,0000	1,0733	1,0624	-1,0	6,2
Brasil	1,95	2,31	2,48	7,4	27,2
Chile	573,6	622,9	670,0	7,6	16,8

Fuente: Con base en datos de Reuters.

¹EMBI Emerging Markets Bond Index Plus.

En las reacciones por parte de los principales socios comerciales, es difícil distinguir la respuesta asociada sólo a las medidas de Argentina, de aquélla que corresponde a la evolución de otros mercados externos, como los de EE.UU. y de la situación especial de Brasil derivada de la crisis energética y de la cuenta corriente de su balanza de pagos.

La posibilidad del efecto contagio hizo actuar al FMI con un préstamo de \$us 15 mil millones a Brasil a través del Servicio de Complementación de Reservas. Asimismo, acordó acelerar el desembolso a Argentina de recursos ya comprometidos y está en ciernes un nuevo apoyo financiero, orientado a respaldar o dar garantías para detener el retiro de depósitos y la pérdida de reservas internacionales.

7. POSIBLES EFECTOS EN LA ECONOMÍA BOLIVIANA

En el caso de Bolivia, el efecto contagio no se manifestó en las corrientes de capitales, por su débil participación en los mercados financieros internacionales. Es poco probable que la percepción de los inversores internacionales sobre la región influya en la inversión directa extranjera, que está determinada por factores de más largo plazo.

Las depreciaciones cambiarias afectaron a la competitividad de la economía boliviana, puesto que influyen en mayores importaciones desde América Latina y hacen menos competitivas nuestras exportaciones en dicho mercado. Entre diciembre de 2000 y junio de 2001, el tipo de cambio efectivo y real con respecto a los principales socios comerciales se apreció en 1,2 %

El aumento inicial del arancel de importaciones en la Argentina afectó negativamente a las exportaciones bolivianas de bienes de consumo hacia dicho mercado, aunque posteriormente, el 15 de junio, los aranceles fueron rebajados a sus niveles anteriores.

En el 2000 la importancia del mercado argentino para nuestras exportaciones legales fue reducida, 3,7% de las exportaciones totales², empero por el lado de las importaciones representó el 15,3% (Cuadro 4). En el caso de la devaluación del peso argentino para operaciones de comercio exterior, el impacto en la economía boliviana sería un posible aumento de las importaciones y una reducción de las exportaciones fronterizas. Empero, si ocurre lo que sucedió luego de la devaluación brasileña de enero de 1999, las importaciones legales no subirían sustancialmente (las provenientes de Brasil subieron sólo 3%).

**CUADRO 4
COMERCIO EXTERIOR DE BOLIVIA CON ARGENTINA
EN MILLONES DE DÓLARES ESTADOUNIDENSES**

REFERENCIAS	1999	2000	VARIAC. %
Exportaciones	76,6	48,5	-36,7
Importaciones	243,8	302,7	24,2
Saldo	-167,2	-254,2	52,0
Participación %	6,7	3,7	
Exportaciones totales			
Participación %	13,1	15,3	
Importaciones totales			

Fuente: BCB- Asesoría de Política Económica

Es necesario tomar en cuenta que parte de la devaluación del 8% inicialmente (6% en promedio) compensa la reducción de los reintegros (en realidad subsidios) aplicados a las exportaciones de Argentina. Es decir, para los productos elaborados que se exportaban fuera del Mercado Común del Sur (Mercosur), entre ellos a Bolivia, el tipo de cambio incluido subsidio (tipo de cambio efectivo aplicado a las exportaciones) sería similar al tipo de cambio del dólar comercial excluido el reintegro. Por lo tanto, se atenuaría el aumento de las importaciones de productos elaborados desde Argentina, así como el posible efecto de desplazamiento que dichos productos tendrían en terceros mercados.

Las exportaciones de productos agropecuarios de procedencia argentina serían las más beneficiadas, ya que antes no recibían reintegros tributarios. Esta situación podría tener un efecto de desplazamiento en terceros mercados (como en el caso de la Comunidad Andina) de las exportaciones bolivianas de productos agropecuarios (en particular los productos del complejo soya, harina de soya y aceite de soya).

La mayor preocupación está en el efecto conjunto de la cuasi-depreciación del peso argentino y las depreciaciones aceleradas de Brasil y Chile, resultado del efecto contagio en la región. Bolivia presenta un comercio altamente orientado a la región, por lo que es vulnerable a perturbaciones financieras y cambiarias en la misma.

¹ Domingo Cavallo, "Para la Argentina el problema no es la deuda", Comunicado de prensa de abril de 2001.

² No existen estimaciones de las exportaciones no legales o no registradas o fronterizas que —se supone— tienen un valor relevante.