

## EL CONTEXTO INTERNACIONAL DURANTE EL PRIMER TRIMESTRE DE 2002

La economía mundial, durante el primer trimestre de 2002, presentó señales de reactivación más rápido de lo previsto, debido, sobre todo, a la acelerada recuperación de la economía estadounidense. Con excepción de Argentina, las economías de la región —después de la situación de estancamiento en 2001— también presentaron indicios de mayor dinamismo, tendencia a la estabilización de los mercados cambiarios y disminución del riesgo país. Los precios de los productos básicos también recuperaron, aunque de forma leve, debido a la mayor demanda internacional.

### RECUPERACIÓN ECONOMICA ESTADOUNIDENSE

El hecho sobresaliente en el contexto internacional fue la recesión leve y de corta duración de la economía estadounidense en 2001, así como las expectativas de su recuperación más acelerada y significativa en el primer trimestre de 2002. En el tercer trimestre de 2001 la primera economía del mundo registró contracción de su PIB, a 12 meses, de 1,3%, y creció en el cuarto trimestre a una tasa anual de 1,7%. Durante 2001, la economía estadounidense creció 1,2%, la tasa más baja desde la recesión de 1991.

Se estima un crecimiento de 5,8% para el primer trimestre de 2002 apoyado en la mayor confianza de los consumidores, la recuperación de la actividad manufacturera, el incremento de los inventarios, la fortaleza del sector de vivienda y el aumento de las ventas minoristas. Sin embargo, aún no hay consenso sobre el grado de su recuperación económica para 2002.

La reactivación de la economía estadounidense se ha producido en un contexto de bajas presiones inflacionarias. Hasta marzo de 2002, la inflación acumulada a 12 meses, medida por el índice general, fue 1,5 %, y 2,4%, si se excluyen alimentos y energía. El 19 de marzo de 2002, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió mantener en 1,75% la tasa de interés de los fondos federales, la más baja en cuatro décadas. Esta decisión contrastó con la serie de recortes que se hicieron en 2001 y ratifica el criterio de que los riesgos futuros —de una contracción de la actividad económica y de presiones inflacionarias— estarían balanceados.

Sin embargo, analistas cautelosos señalan que el repunte será lento, y que existirían aún riesgos considerables de caer en otra recesión. Aducen que, por un lado, no se vislumbra todavía la fuerza que impulse hacia delante la primera economía del planeta, debido a que ni el consumo ni las inversiones de las empresas habrían recuperado su dinamismo. Estos analistas sostienen que un retroceso de la inversión residencial o de los gastos de los consumidores podría inducir a una nueva recesión. Señalan, por otro lado, que el elevado déficit en cuenta corriente podría aumentar el riesgo de que los inversionistas extranjeros abandonen los mercados de acciones y de bonos de Estados Unidos. Ambas situaciones podrían acentuar el dilema de la Reserva Federal de subir la tasa de interés para defender a su moneda —dólar estadounidense— o mantenerla para incentivar la recuperación económica.

Ciertamente puede ser necesario un tiempo prolongado para que la recuperación económica se refleje en menores tasas de desempleo. La desocupación subió de 5,5% en febrero a 5,7% en marzo de 2002.

A pesar de algunas debilidades en los fundamentos, el dólar mantuvo su fortaleza respecto a las principales monedas de los

países desarrollados. En el primer trimestre de 2002, el euro y el yen se depreciaron 1,3% con relación al dólar de los Estados Unidos. No debe perderse de vista el hecho que, aún durante el período de desaceleración económica que experimentó el país del Norte, su economía siguió alcanzando incrementos de productividad que apuntalan también la fortaleza de su moneda.

Los mercados financieros internacionales tendieron a estabilizarse, ayudados por la decisión de la Reserva Federal de mantener baja la tasa de interés. En general, las bolsas de valores de las principales economías desarrolladas y de los mercados emergentes se recuperaron con relación a fines de 2001. A fines de marzo, el Dow Jones aumentó 2,6%, el índice de la Bolsa de Tokio 4,6% y el Eurotop (refleja el comportamiento de 300 empresas europeas) volvió a sus niveles de fines de año. Empero, el índice de acciones tecnológicas Nasdaq continuó declinando (5,6%). Sucedió lo mismo en la Bolsa de Madrid (3,4%), aunque por razones diferentes.

Los mercados emergentes también mostraron mejoría. Durante el trimestre, el spread —respecto a los bonos de largo plazo del Tesoro de Estados Unidos— disminuyó 133 puntos básicos. El spread para los mercados de Asia disminuyó 100 puntos básicos en el mismo período.

Al terminar el primer trimestre de 2002, el pronóstico del FMI acerca del crecimiento de la economía estadounidense se elevó de 1,4% a 2,2% y de la economía mundial de 2,5% a 2,8%. Sin embargo, la tasa proyectada de crecimiento de la zona del euro se mantuvo en 1,2%, así como las previsiones de que continúe la recesión en Japón durante el presente año.

### EL ENTORNO LATINOAMERICANO

En el primer trimestre de 2002, el comportamiento económico de Latinoamérica mejoró con relación a la gestión 2001, aunque la situación de Argentina creó un clima de cautela en los mercados financieros de la región. La crisis de nuestro vecino del sur, que comenzó a mediados de 2001, se agudizó en diciembre de ese año. A partir del 1° de diciembre, su gobierno congeló el retiro de los depósitos bancarios (medida denominada "corralito"). El 5 de diciembre, el FMI anunció que no concedería el préstamo de 1.264 millones de dólares que negociaba con este país. El 23 de diciembre, Argentina suspendió el pago de su deuda externa, estableció un tipo de cambio fijo de 1,40 pesos argentinos por dólar estadounidense para la mayor parte de las transacciones y otro tipo de cambio libre para el turismo y algunas transacciones de la cuenta capital. Decidió también emitir una nueva moneda.

El 2 de enero de 2002, el tercer presidente argentino en menos de 15 días asumió la presidencia y derogó el sistema de convertibilidad con lo que se eliminó la equivalencia entre reservas y base monetaria. Asimismo, suspendió el servicio de la deuda externa, mantuvo el "corralito", "pesificó" las tarifas y los precios, estableció un seguro de desempleo y abandonó la idea de una nueva moneda. Desde febrero de 2002, las principales medidas dictadas por el gobierno de la República Argentina, fueron las siguientes:

1. "Pesificación" de los depósitos y las deudas en dólares a tipos de cambio diferenciados. Los depósitos en dólares se convirtieron a pesos argentinos al tipo de cambio de 1,40 pesos por dólar y se indexan al Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) (ver punto 2). Para depósitos menores

a 30 mil dólares se podía optar por no pesificarlos. A cambio, el gobierno propuso entregar un bono en dólares. Las deudas bancarias y no bancarias en dólares se convirtieron a pesos, al tipo de cambio 1 a 1. Además, las deudas no bancarias en dólares se ajustan por el CER.

2. Creación del CER con base en la inflación del mes anterior.
3. Determinación de una tasa de interés libre para nuevos préstamos y depósitos.
4. Aplicación de un régimen de flotación del peso argentino de acuerdo a la oferta y la demanda, inicialmente libre para exportaciones e importaciones. Las operaciones financieras, como la remisión de utilidades y el servicio de la deuda, requerirán autorización previa del Banco Central de la República Argentina (BCRA).
5. Exclusión de los sueldos, jubilaciones e indemnizaciones laborales del "corralito" y mantenimiento del resto de las operaciones con restricciones. Los sueldos no se indexarán al CER.
6. Compromiso de las provincias de reducir 60% de su déficit fiscal (de 5 mil millones de pesos a 2 mil millones de pesos) en 2002 y de equilibrar sus presupuestos en 2003. Cualquier nuevo endeudamiento de las provincias deberá ser autorizado por el Banco Central.

Retención de 10% del valor de las exportaciones de granos y de 5% de las exportaciones de manufacturas de origen agropecuario. Reducción del plazo —de 180 a 5 días— para que los exportadores liquiden sus divisas en el BCRA.

Después de establecida la flotación, el principal objetivo del gobierno argentino fue estabilizar el tipo de cambio. El mercado cambiario inicialmente estuvo muy volátil. La moneda argentina

llegó a cotizarse algunos días hasta en 4 pesos por dólar de los Estados Unidos. A principios de marzo, se estableció un tipo de cambio de referencia basado en una muestra de la cotización del tipo de cambio en las principales entidades financieras y casas de cambio mayoristas. El Banco Central intervino en el mercado cambiario y logró estabilizarlo, así, a fines de marzo el peso argentino se cotizaba en 2,85 pesos por dólar.

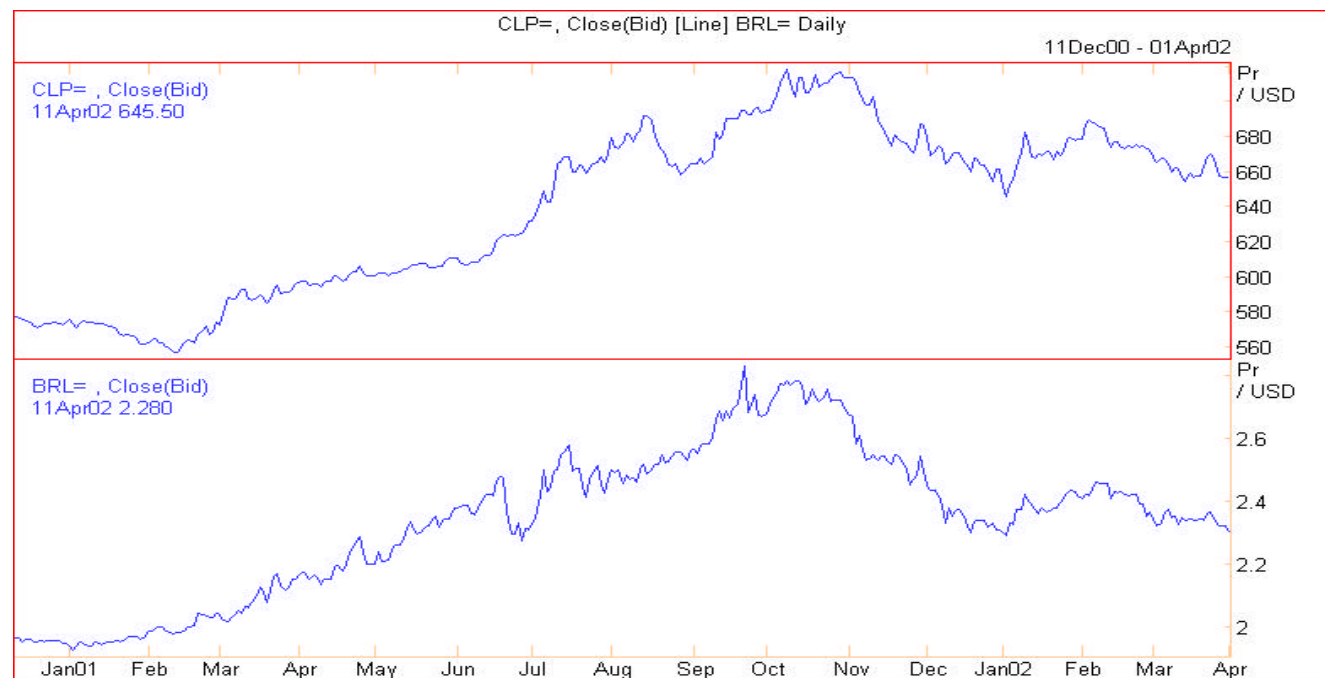
Durante el primer trimestre del presente año, la depreciación del tipo de cambio nominal en la República Argentina fue 171,1%. La inflación, en el mismo período, registró 9,4% y a 12 meses, 9,7%. Se estima que la inflación, durante este año, estará alrededor del 50%, mucho más elevada que las primeras estimaciones oficiales de 15%.<sup>1</sup>

El contagio de la situación argentina en el resto de países de la región no tuvo la magnitud que se temía, en parte porque en 2001, Brasil, Chile y Bolivia ya habían depreciado sus monedas con relación al dólar estadounidense ante el previsto abandono de la convertibilidad en Argentina (Gráfico 1). A fines de marzo, las cotizaciones del peso chileno y del real brasileño fueron similares a las del año pasado. Durante el primer trimestre de 2002, el real registró una depreciación de 0,6% y el peso chileno una apreciación de 0,8% (Cuadro 1).

La estabilización de las monedas mencionadas se dio además en un contexto de baja inflación. En Brasil, la inflación en los primeros tres meses fue 1,49% y 7,75% a 12 meses. Chile tuvo una inflación de 0,50% durante el primer trimestre y 2,6% a 12 meses.

La economía que, sin duda alguna, soportó el mayor impacto de la situación argentina fue la uruguaya, no tanto por el efecto cambiario, sino por la fuerte salida de depósitos del sistema bancario. Uruguay perdió un tercio de sus reservas y suscribió un Acuerdo con el FMI de aproximadamente 743 millones de dólares para estabilizar sus reservas y el mercado cambiario.

**GRÁFICO 1**  
**COMPORTAMIENTO DEL REAL BRASILEÑO Y EL PESO CHILENO**  
**(ENERO 2001-MARZO 2002)**



Fuente: Reuters.

## RIESGO PAÍS Y DEPRECIACIÓN

Riesgo País (Puntos básicos)*		
PAÍS	2001	1er. Trimestre 2002
Argentina	4.372	5.062
Brasil	863	718
México	308	251
Depreciación en (%)		
Argentina	5,1	171,1
Brasil	18,5	0,6
Chile	15,2	-0,8
México	-5,0	-1,4

\* Spread del rendimiento de los bonos soberanos respecto a los bonos de largo plazo del Tesoro de los EE.UU.

Fuente: Elaboración BCB con datos de Reuters y de JP Morgan.

El riesgo país en Argentina subió 690 puntos básicos (de 4.372 puntos básicos en 2001 a 5.062 en marzo del 2002), en tanto que el riesgo del resto de América Latina bajó en 120 puntos básicos en el mismo período. El riesgo país de Brasil bajó en 145 puntos básicos y el de México en 57 puntos básicos.

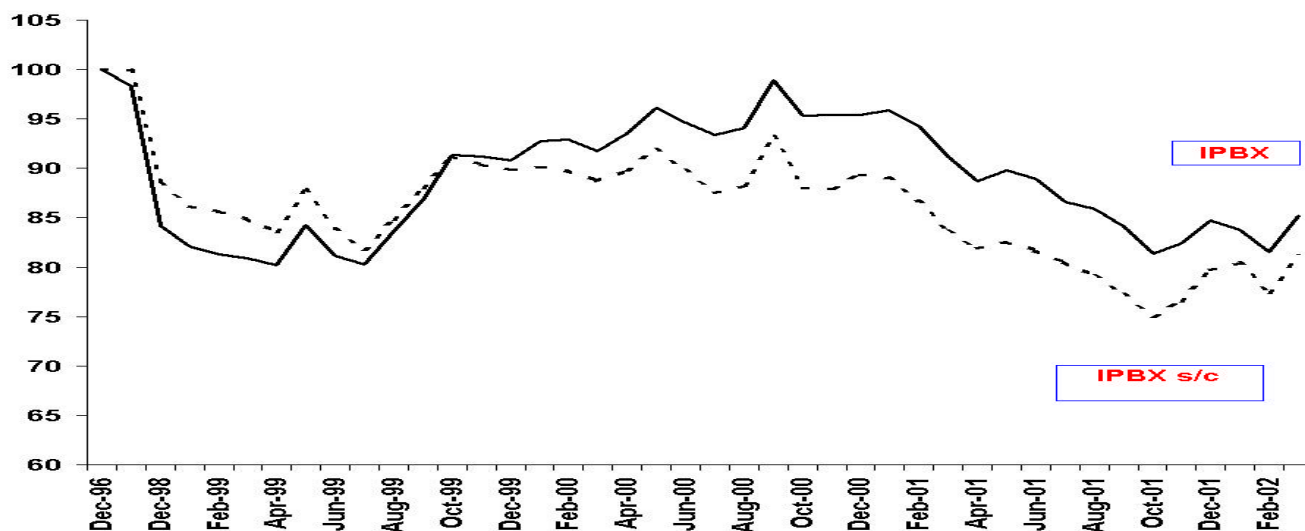
Las bolsas de valores también tuvieron un comportamiento diferenciado en la región. Con relación a diciembre de 2001, el índice de la Bolsa de México aumentó 17,6%, la Bolsa de Lima en 12% y la Bolsa de San Pablo se mantuvo en los mismos niveles. En cambio el índice Merval, de la Bolsa de Buenos Aires, medido en dólares, cayó 48,2% (medido en pesos argentinos subió 47,9%).

Para 2002, el FMI proyecta una tasa de crecimiento de América Latina de 1%, ligeramente superior al crecimiento de 0,7% registrado en 2001. Empero, si se excluye a la Argentina, América Latina crecería a una tasa similar al crecimiento de la economía mundial, es decir a un 2,5%.

## LOS PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

Luego de haber alcanzado en septiembre de 2001 niveles tan bajos como cuando la crisis de 1999, los precios de los productos básicos empezaron a recuperarse en marzo de 2002. El índice de precios de los productos básicos de exportación de Bolivia (IPBX), calculado por el BCB, registró un aumento de 0,7% entre diciembre de 2001 y marzo de 2002, mientras que el IPBX, sin combustibles, aumentó 1,8% en el mismo período (Gráfico 2).

**GRÁFICO 2**  
**ÍNDICE DE PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN**  
**DICIEMBRE DE 1996 A MARZO DE 2002**  
**(DICIEMBRE DE 1996=100)**



Fuente: Elaboración BCB con datos de Reuters, Viceministerio de Exportaciones y YPFB.

Si se analizan por sectores, se ve que los precios de la minería mejoraron en 3% respecto a diciembre de 2001. La mayor recuperación que se registró fue en el oro (6,6%) y luego en el zinc (5,7%). Los precios del petróleo subieron 28% a fines de marzo, mientras que los del gas declinaron en 11%. El índice de precios agrícolas se mantuvo en los mismos niveles, pero hubo un comportamiento diferenciado en los precios de sus componentes. Por una parte, los precios del complejo soya (soya en grano, harina y aceite) subieron 4,6%, pero los precios del azúcar y del algodón declinaron 9,4% y 2,2%, respectivamente. La relación de términos de intercambio, medida a través del IPBX y el índice del valor unitario de las exportaciones de Estados Unidos (excluidos los productos agrícolas) muestra, al mes de marzo, una recuperación de 0,6% respecto al nivel alcanzado en diciembre de 2001.

Se espera que la recuperación de los precios de los productos básicos continúe entre los diversos productos, aunque a menor velocidad que en otras oportunidades. La recuperación también dependerá de la reactivación de la economía de los Estados Unidos y, en general, de la economía mundial.

Si bien el entorno externo fue menos adverso que el esperado a principios de año, es aún prematuro concluir que la recuperación es firme. Persisten los riesgos de debilitamiento de la actividad económica en los Estados Unidos que podría repercutir en la economía mundial, así como los riesgos de perturbaciones financieras y cambiarias en la región que podrían originarse en la situación argentina.

<sup>1</sup> Foreign Exchange Consensus Forecast. Marzo de 2002.