

Cámara Chilena de la Construcción
Gerencia de Estudios

Informe Internacional
Argentina: ¿Después de la Crisis la Recuperación?

Facundo Piguillem

~ Junio 2004 ~

Índice

<i>Introducción</i>	Pag. 3
<i>Estructura de la demanda y la producción</i>	Pag. 3
<i>Sector Externo y Comercio exterior.</i>	Pag. 6
<i>La inversión</i>	Pag. 10
<i>La crisis del gas en Argentina</i>	Pag. 17
<i>La crisis y el default: una historia conocida.</i>	Pag. 23
<i>El talón de Aquiles de la economía Argentina: el sistema financiero</i>	Pag. 28
<i>La deuda, su reestructuración y el FMI</i>	Pag. 33
<i>El sector público</i>	Pag. 38
<i>Inflación y política monetaria</i>	Pag. 39
<i>Resumen y perspectivas</i>	Pag. 41

Introducción

Argentina, con 38 millones de habitantes y un PIB en torno a los U\$S 150.000 millones, es la tercera economía latinoamericana. Durante la década de los noventa, y gracias a profundos cambios estructurales, la economía trasandina fue junto con la chilena una de las más dinámicas de Sudamérica. Estos cambios consistieron, principalmente, en la apertura comercial, la eliminación de trabas a las inversiones externas, la privatización de la mayoría de las empresas públicas, la reducción del estado y el ordenamiento monetario. Como consecuencia de lo anterior, su PIB en dólares llegó a ser de U\$S 300.000 millones en 1999 y el PIB per cápita cercano a los U\$S 10.000 en el mismo año. Sin embargo, como consecuencia de la crisis que tuvo su punto de inflexión en diciembre de 2001, el PIB cayó 3,4%, 0,8%, 4,4% y 10,9% de manera consecutiva en los años 1999 a 2002 y se declaró el default soberano más grande de la historia. En consecuencia, en 2002 el producto de la Argentina fue 18,2% menor que su valor análogo alcanzado en 1998. En tanto, el PIB medido en dólares se redujo a la mitad y la proporción de deuda externa a PIB creció de 53% hasta 110%.

Los anterior implicó una profunda inestabilidad institucional entre 2001 y 2002, período durante el cual el país tuvo 5 presidentes, se produjeron manifestaciones masivas en repudio de la clase dirigente en general y la formación de grupos organizados activos fuera del sistema de partidos políticos, que en la búsqueda de sus objetivos sectoriales obstaculizan el normal desempeño de la actividades políticas y de inversores extranjeros. Todo esto, como consecuencia de una percepción generalizada en la población que la dirigente es ineficiente, corrupta y actuó sólo en la búsqueda de intereses personales.

No obstante, con la normalización política a mediados de 2002 y el freno al brote inflacionario, la economía volvió a una senda de crecimiento. Es así como en el presente acumula 8 trimestres consecutivos de crecimiento –medido según la serie desestacionaliza con respecto al trimestre precedente– y ya el pasado año exhibió un significativo crecimiento de 8,7%, la tasa de desempleo bajo de 21% a 14,5% y la inflación volvió a niveles tolerables en torno al 5% anual.

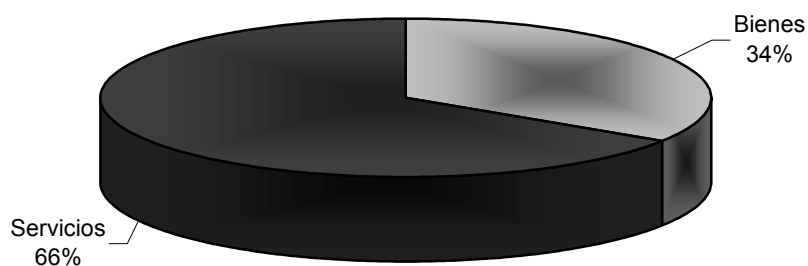
Estructura de la demanda y la producción

Al observar los componentes del PIB, según la generación de la demanda, destacan la importante participación del consumo público y la baja participación tanto de la inversión como de las exportaciones e importaciones. En efecto, a pesar del importante proceso apertura comercial iniciado en la década de los 90's y la integración al MERCOSUR, las exportaciones sólo representaron el 13,7% de la producción en 2003, lo que muestra que sigue siendo una economía cerrada. No obstante, se debe tener en cuenta que cuando se mide este cociente en valores corrientes las exportaciones pasan a representar el 27% del PIB, dejando en evidencia lo depreciado que se encuentra el tipo de cambio. En cuanto a la inversión y las importaciones, los valores presentado en el cuadro, correspondientes a 2003, se encuentran distorsionados por las consecuencias de la crisis. En primer lugar, las importaciones se vieron fuertemente afectadas por la devaluación de la moneda que paso de \$1 en diciembre de 2001 a \$3,4 en octubre de 2002, para estabilizarse en la actualidad en \$2,9. Como consecuencia de lo anterior, las importaciones cayeron 71% en ese período,

para empezar a recuperarse recién a finales de 2002. En la medida que la situación se sostenga la relación importaciones a PIB debería estabilizarse en 14%. De la misma manera, la inversión se encuentra reducida a valores insignificantes, ya que con el 14,3% de la producción, apenas alcanzó para cubrir la depreciación del capital. Este pobre desempeño se debe a la ya mencionada devaluación, en lo que se refiere al componente importado de la inversión, y a la falta de créditos para realizarlas. Tema que será tratado con profundidad más adelante.

Componentes de la demanda (Participación en el PIB año 2003)	
Consumo	65,6%
Consumo Público	13,4%
Inversión	14,3%
Exportaciones	13,7%
Importaciones	8,0%
Otros datos	
PIB (en millones de U\$S)	150.000
PIB per cápita (U\$S)	4.000
PIB per capita PPP	10.500
Tasa de desempleo	14,5%
Deuda Externa/PIB	110%

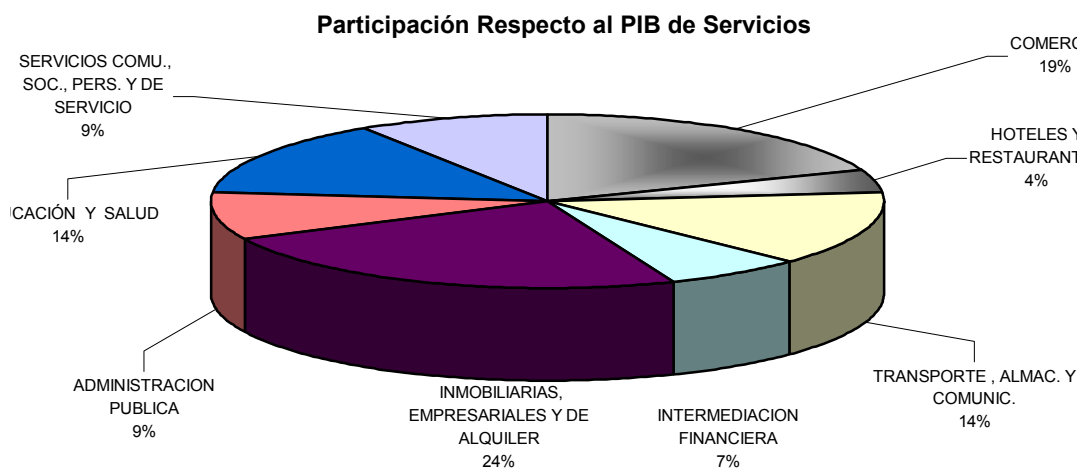
Valor Agregado en Bienes y Servicios sobre PIB



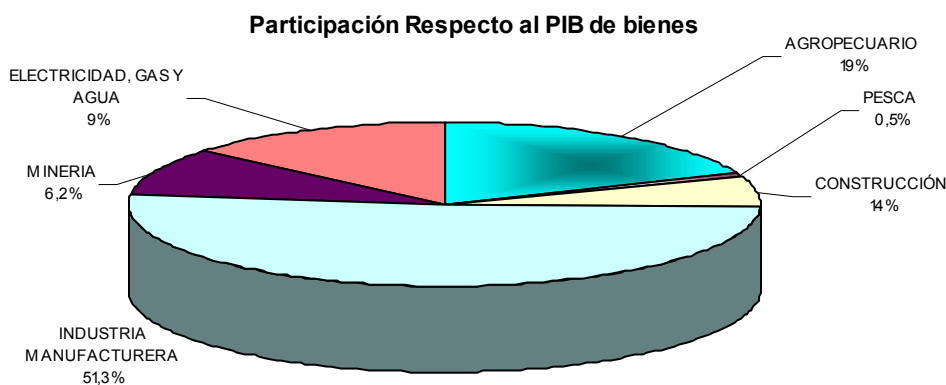
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC)

En cuanto a la creación de valor, el rubro de mayor importancia es el de servicios, con un 66% del total, en tanto que el 34% restante corresponde a la producción de bienes. Dentro de los servicios, el mayor peso corresponde a las actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler, con un peso de 24% sobre el total de los servicios y 16% sobre el total del

valor agregado. Le sigue en orden de importancia el comercio con el 19% del total del servicios y 12,5% del PIB agregado. Resulta llamativa la baja participación del sector financiero, tanto en el total de servicios como sobre el PIB agregado, 7% y 4,6% respectivamente. Esto, como se verá más adelante es consecuencia de la quiebra del sistema financiero acaecida en diciembre de 2001, y representa una de las principales limitaciones al crecimiento de la economía.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC)



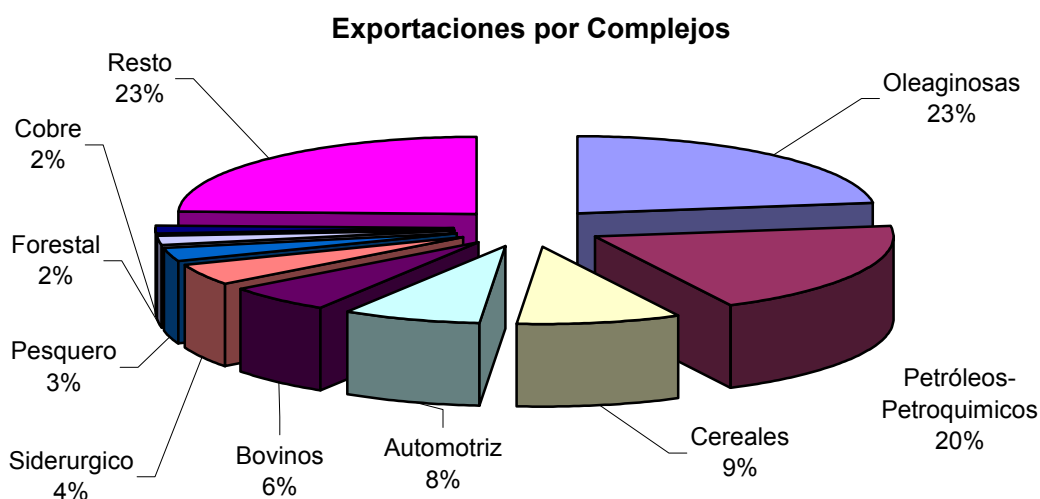
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC)

En lo referente a la producción de bienes, el rubro de mayor importancia es sin dudas la producción manufacturera, explicando más de la mitad de la producción de bienes y el 17% del PIB agregado. Le sigue en orden de importancia el sector agropecuario, con una participación de 6,5% en la producción agregada, inclusive más que el sector construcción. Sin embargo, se debe considerar que este número subestima la verdadera importancia del sector agropecuario, ya que aproximadamente la mitad de la producción industrial corresponde a Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), esencialmente aceites y alimentos. La baja importancia del sector Construcción se debe tanto a una cuestión estructural, como a una coyuntural. Claramente los bajos niveles de inversión actuales se están reflejando en este cociente, pero también es cierto que inclusive a mediados de la década de los 90's, en el apogeo del sector, éste sólo llegó a representar el 6,4% de l PIB.

Sector Externo y Comercio Exterior

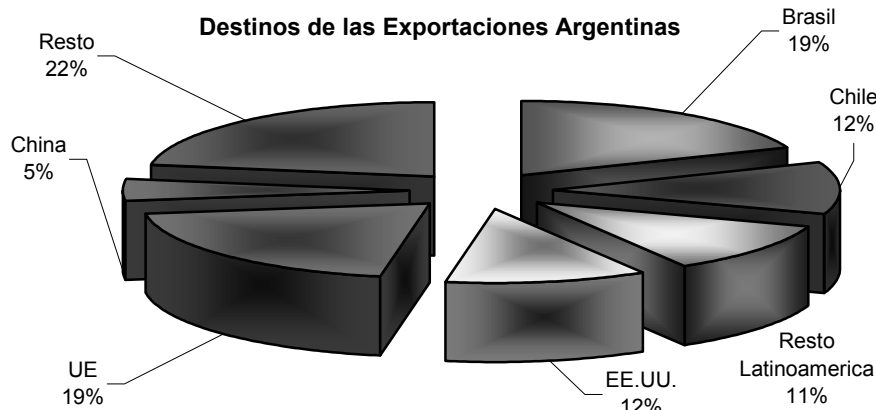
La importancia del sector agropecuario se refleja a plenitud en la estructura de las exportaciones, tanto en lo que se refiere a productos primarios como las MOA's. Como se observa en el gráfico siguiente, el principal producto de exportación argentino son los aceites, dando cuenta del 23% del total exportado en 2003, y aproximadamente U\$S 6.500 millones. A su vez, casi el 90% de las exportaciones oleaginosas corresponden a aceite de soja. Si además se tiene en cuenta que más de la mitad de las exportaciones de cereales corresponden a la soja o sus derivados, queda en evidencia la alta dependencia de las exportaciones a las oscilaciones del precio de la soja, explicando cerca de U\$S 8.000 millones de los U\$S 30.000 millones que exportó Argentina en 2003.

El segundo producto de exportación argentino lo constituye el petróleo, que en conjunto con el gas natural y otros derivados del petróleo, representan el 20% de las exportaciones totales (poco más de U\$S 5.500 millones). Otros productos de importancia son los derivados bovinos –carnes y cueros– y la industria automotriz. Sin embargo, en el gráfico siguiente, con valores que corresponden a 2003, estos productos se encuentran subestimados. En el caso de los productos bovinos, ha tenido un importante impacto el brote de fiebre aftosa de 2001, que significó el cierre de numerosos mercados y que recién a mediados de 2003 se empezaron a abrir nuevamente a la carne Argentina. En cuanto al sector automotriz, éste es muy dependiente de las ventas a Brasil, más del 70% de la producción de automóviles, por lo que debido a la recesión que golpeó a ese país en los últimos años, las exportaciones cayeron drásticamente a poco más de la mitad (desde U\$S 2.000 millones en 2001 hasta poco más de U\$S 1.000 millones en 2003). No obstante, y como consecuencia de lo anterior, en los últimos años se han diversificado las exportaciones de automóviles con mayor peso de Chile, y más recientemente de México.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC)

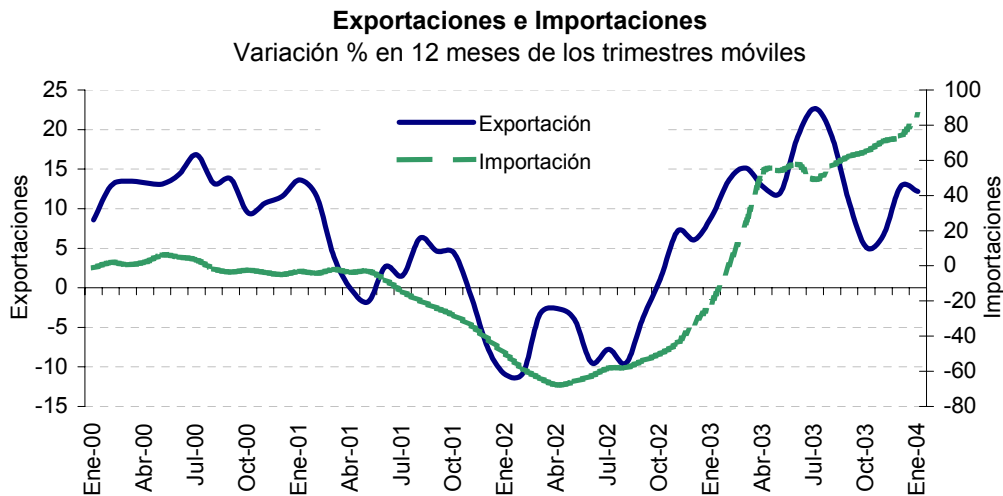
El principal destino de las exportaciones Argentinas es Brasil, recibiendo el 19% de los envíos argentinos (ver gráfico siguiente), debido principalmente al acuerdo de integración que existe entre estos dos países (Mercosur) compuesto además por Uruguay y Paraguay. Le sigue muy de cerca por la Unión Europea, con una participación ligeramente menor. En un segundo escalón se encuentran EE.UU. y Chile con una participación de 12%. Como se explicará más adelante, la participación chilena se explica por las exportaciones energéticas. Una mención especial merece China, que en la actualidad se sólo recibe el 5% de las exportaciones Argentinas, pero que en los últimos años se ha transformado en el principal receptor de la soja y sus derivados, por lo que su participación debiera subir.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC)

Desempeño reciente del sector externo

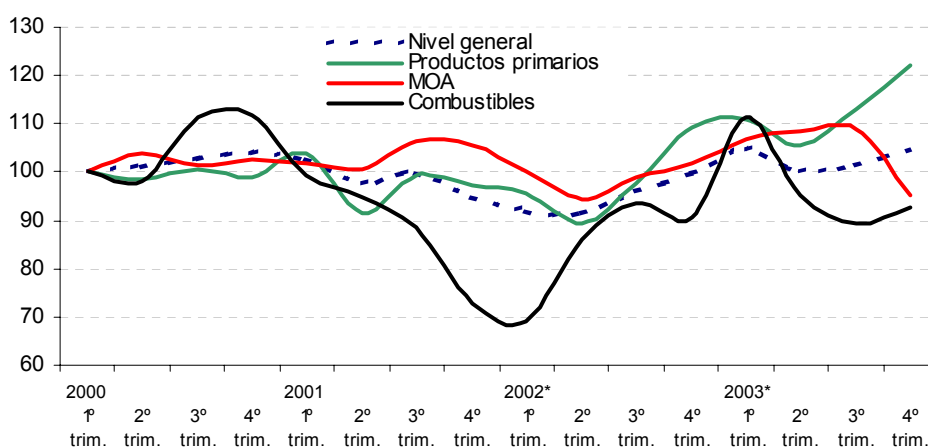
Con la crisis de 2001 se produjo una importante disminución de las exportaciones (entorno al 10% en algunos meses de 2002) y una estrepitosa caída de las importaciones, con tasas que rondaron el 80% en doce meses. No obstante, ya en la segunda mitad de 2002, tanto las exportaciones como las importaciones se empezaron a recuperar rápidamente. Esta situación se ha mantenido e inclusive acentuado en los primeros cuatro meses de 2004.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC)

La recuperación de las importaciones ha sido una consecuencia lógica de la recuperación de la economía, mientras que el crecimiento de las exportaciones se debe a la mejora en los términos de intercambio. Es así como, en el primer cuatrimestre de 2004, se observó un aumento de 14% en las exportaciones que obedeció a un incremento de 10% en los precios y de 4% en las cantidades. Por el contrario, el incremento en las importaciones se debe exclusivamente a mayores cantidades, ya que los precios de las mismas se mantuvieron prácticamente inalterados. En este aspecto cobra especial importancia el salto en el precio de la Soja, que se duplicó entre diciembre de 2001 y diciembre de 2002. Esto ha llevado a que se profundice la dependencia de las exportaciones MOA, que crecieron en valor (32%) explicado por cambios de 24% en los precios y 7% en las cantidades. La mayor demanda se originó, casi exclusivamente, en las compras de China, dado que la India segundo destino redujo las suyas en el primer cuatrimestre de 2004. Por último, luego de la apertura de los mercados internacionales, las carnes tuvieron un gran dinamismo aumentando en 63%.

Precios de los Productos Exportados



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC)

A esto se agregó la recuperación de las Pieles y cueros, Semillas y frutos oleaginosos, Productos químicos y conexos y Mineral de cobre y sus concentrados, entre otros, que reforzaron la evolución de las exportaciones totales. Resulta importante destacar, que en los últimos años se observado un incremento en la producción de cobre y oro, que debido a la compleja ubicación geográfica de las minas, en el pasado no eran rentables, pero que con los avances tecnológicos se han transformado en proyectos factibles.

Por su parte, el aumento en las importaciones en el primer cuatrimestre de 2004 con respecto a igual período del año anterior, se debió a las internaciones de Bienes de capital (165%), acompañando la recuperación de la inversión. En tanto, los Bienes intermedios lo hicieron el 41% y los vehículos automotores de pasajeros, de menor importancia relativa, crecieron a las tasas más altas (296%).

Recuadro 1: Las exportaciones Argentinas a Chile

Durante los últimos diez años la tasa promedio de crecimiento de las exportaciones argentinas a Chile fue de 21%, lo que convirtió a Chile en el segundo destino de las exportaciones argentinas, pasando de comprar el 4,5% de las exportaciones totales argentinas en 1993 al 11,6% en 2003. Desde U\$S 592 millones en 1993 hasta U\$S 3.421 millones en 2003.

Es de destacar que las exportaciones se mantuvieron en un continuo aumento (a la par del crecimiento constante de Chile) y de modo independiente de la coyuntura económica argentina. Se logró entonces, un saldo comercial creciente que superó la barrera de los U\$S 1.000 millones en 1996, la de los U\$S 2.000 millones en el año 2000, y la de los U\$S 3.000 millones en el 2003. Por su parte, las importaciones argentinas desde Chile (como el resto de las importaciones), estuvieron influenciadas por el patrón de crecimiento de la Argentina: llegaron a su mayor nivel en 1998 (U\$S 707,6 millones de dólares), se desmoronaron en 2002 (U\$S 176,6 millones) y se recuperaron en 2003 (U\$S 289,8 millones).

Dado el buen desempeño de la economía chilena para este año las ventas podrían alcanzar los U\$S 3.900 millones según proyecciones privadas, un 14% más que en 2003. Sin embargo, en Argentina se teme que las restricciones impuestas a los envíos de gas natural puedan provocar un descenso en estas estimaciones debido a posibles represalias o a una disminución de la dependencia energética. Hasta ahora, las pérdidas de exportaciones para 2004 por ventas pautadas de gas natural que no se realizarán, ascienden a U\$S 72,3 millones, equivalentes al 24% de las ventas de ese producto.

En Chile existe una gran dependencia de los productos argentinos (las adquisiciones de productos argentinos representan el 34,8% de las compras totales), fundamentalmente en lo que hace a unos pocos productos relacionados con el sector energético. El rubro “Combustibles y aceites minerales, productos de su destilación”, por ejemplo, representó el 59,4% de los envíos efectuados en 2003 (U\$S 2.013 millones frente a U\$S 3.390 millones del total exportado).

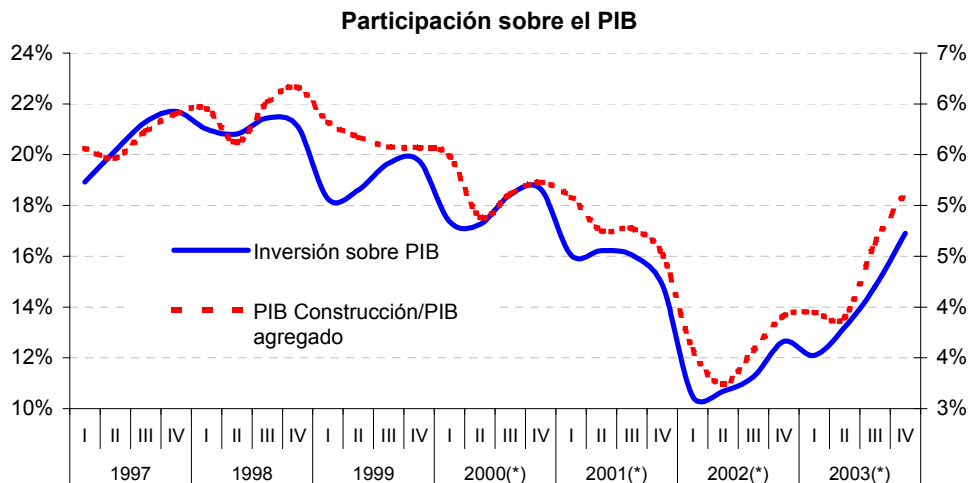
La participación de los productos en el total exportado en 2004 fue la siguiente:

Producto	Porcentaje sobre el total
Aceite crudo de petróleo.	30,5%
Gas natural en estado gaseoso.	10,7%
Gasolinas excluías de aviación.	3,9%
Maíz en grano.	3,9%
Propano licuado excluido crudo.	1,2%
Propano crudo licuado.	3,2%
Vehículos (de hasta seis personas)	1,8%
Mezclas de aceites refinados (hasta 5L)	1,5%
Diesel.	2,0%
Harina y pellets de aceite de soja.	0,6%

La Inversión

Luego de la importante caída de la inversión en 2001 y la primera mitad de 2002 – culminando en la mitad de su nivel previo–, ésta se recuperó de manera significativa durante 2003 con un alza de 38,1% respecto de 2002. Además, ésta sigue acelerándose como lo demuestra el crecimiento de 48,8% en el primer trimestre de 2004 respecto de igual período del año anterior. Este desempeño es una combinación del fuerte dinamismo de cada uno de sus componentes, destacándose las variaciones en 12 meses que experimentaron la construcción (43,3%) y la inversión en equipo durable importado (149,6%), que ya recuperaron los niveles de inversión del año 2001.

La estabilidad lograda en el mercado cambiario, y más aún, la baja interanual del dólar (-18,4%) serían las principales causantes de la significativa recomposición de la inversión en bienes de capital importados que, no obstante, no impidió el desarrollo del proceso de sustitución de importaciones. Si bien ha crecido menos que el total de la inversión, la expansión del equipo de producción local también fue notable (26,6%), debido al comportamiento de la maquinaria y equipo (18,5%) y, fundamentalmente, del material de transporte (62,7%). La persistente baja en las tasas de interés ha alentado una suave recuperación del crédito, que se traduce en un aumento del total de nuevos préstamos en moneda local a partir del segundo semestre de 2003. También las expectativas sobre las ganancias empresariales han alentado la inversión, sobre todo en los sectores productores de bienes.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), Argentina.

Contribuyó a este desempeño el aumento en el ingreso nacional bruto disponible, la paulatina recuperación del mercado interno, el incremento de las exportaciones y la evolución de la brecha entre los precios de los bienes finales y los costos de producción.

El comportamiento de los precios implícitos de la inversión también jugó un importante rol en la determinación de su nivel y distribución. La menor variación con respecto a la experimentada por los índices de precios mayoristas y consumidor y más aún la baja en el equipo, especialmente el importado cuyo precio declinó en el año 11,7%, favorecieron una

pronunciada recuperación que logró restituir los montos a los vigentes antes de la devaluación.

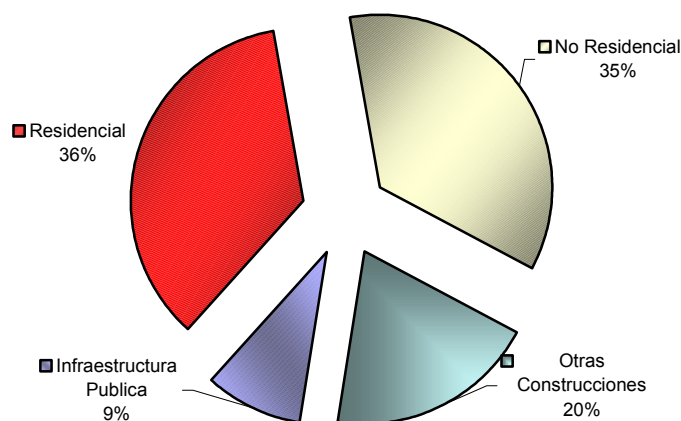
La participación de la inversión con respecto al producto a valores constantes siguió una trayectoria creciente a lo largo del año, alcanzando en el último trimestre un porcentaje superior al promedio de 2001, en torno a 16,9. Por su parte, se produjo una ligera pérdida de participación de la construcción que, sin embargo, todavía absorbe una porción de la inversión (67,5% en 2003) bastante superior a la media histórica. El cociente IIBF/PIB a valores corrientes también continuó recuperándose (15,1% en promedio para 2003), luego de tocar un valor mínimo durante el año anterior. De este modo la variación del stock de capital fue positiva en 2003, ya que el monto de inversión permitió cubrir la depreciación anual.

Medida a valores corrientes la inversión del cuarto trimestre alcanzó a \$ 71.119 millones y resultó 50,4% superior a la de igual período de 2002. La estabilidad en los precios, en especial la baja detectada en los implícitos del equipo durable (-5%), mantienen el fuerte incentivo a la inversión, principalmente en el segmento de importados, como ya se mencionó.

Inversión en Construcción

La inversión en construcción en la actualidad representa alrededor del 10% del PIB (4,5% si se utiliza el PIB de la construcción) y el 62% de la inversión, situándose en un cifra cercana a los U\$S 14.500 millones, lo que contrasta notoriamente con los U\$S 35.000 millones y 12% del PIB que representaba en 1998. El 36% de esa inversión es residencial, en que se incluye la inversión tanto privada como pública, en viviendas nuevas y sus refacciones o ampliaciones. El 64% restante es inversión en infraestructura, 35% es edificación no residencial, 20% infraestructura productiva privada y tan sólo el 9% corresponde a inversión pública. En este último caso, con participación mayoritaria de la inversión provincial (60%) y sólo un 10% de inversión por parte del gobierno central.

Sin duda que la principal causa de la importante disminución en la inversión en construcción fue la quiebra del sistema bancario acaecida en diciembre de 2001 y la posterior cesación en el pago de la deuda por parte del gobierno argentino. Lo primero impactó principalmente en la inversión residencial, mientras que lo segundo tuvo su efecto a través de la inversión privada productiva. Debido al default, las principales casas matrices de las empresas privatizadas y trasnacionales se negaron inicialmente a seguir financiando proyectos de inversión en Argentina hasta tanto no se solucionara el problema de la deuda. Además, durante la década de los 90's la principal fuente de financiamiento de la inversión privada provino de bancos e instituciones extranjeras, que como es de esperar, se encuentran reacias a financiar proyectos en la actualidad.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), Argentina.

Pese a este negativo panorama, la construcción es uno de los sectores que más ha crecido después de la crisis, encontrándose en la actualidad 90% por encima de su valor mínimo de febrero de 2002. La actividad ha venido creciendo a tasas superiores al 30% anual desde esa fecha, situación que mantiene todavía al primer trimestre de 2004, que en comparación al mismo trimestre del año anterior ha aumentado 37,7%. Inclusive, el crecimiento trimestral de la serie desestacionalizada fue de 7%, equivalente a 32% anualizado, marcando así, que el impulso en el sector se mantiene firme.

El impulso que ha adquirido la actividad constructora se sustenta en la realización de una gran variedad de obras entre las que se destacan los emprendimientos privados destinados a viviendas, encarados tanto por parte de los particulares como por los grandes grupos inversores. Ambos se han visto favorecidos por la oportunidad que brinda la baja en dólares que han tenido los costos de la construcción respecto a años anteriores.

Variación el Costo de la construcción en US\$. Marzo de 2004 Vs. Diciembre de 2001

Ítem de Obra	Nivel índice			Variación
	Dic, 2001	Mar. 2004	Mar 2004 US\$	
Movimiento de tierra	81,6	138,6	47,79	-41,4%
Estructura	90,1	166,7	57,48	-36,2%
Albañilería	92	156,9	54,10	-41,2%
Yesería	83,4	103,8	35,79	-57,1%
Instalación sanitaria y contra incendio	101	157,6	54,34	-46,2%
Instalación de gas	99,8	132,2	45,59	-54,3%
Instalación eléctrica	101,2	136,3	47,00	-53,6%
Carpintería, metálica y herrería	98,2	172,9	59,62	-39,3%
Carpintería de madera	99,3	176,9	61,00	-38,6%
Ascensores	95,4	188,7	65,07	-31,8%
Vidrios	99,4	176,1	60,72	-38,9%
Pintura	99,6	131,1	45,21	-54,6%
Otros trabajos y gastos	100,2	134,9	46,52	-53,6%

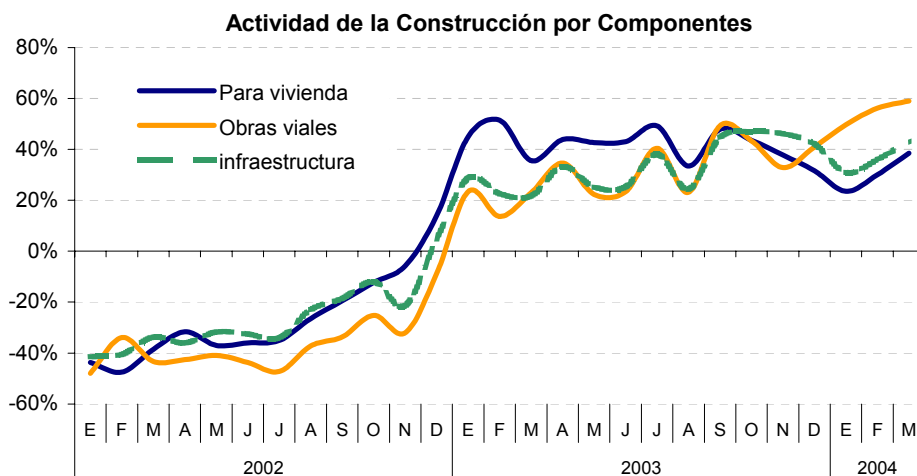
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC)

Este sorprendente crecimiento del sector, a pesar de que continua el país en default y el sistema bancario continua en quiebra, encuentra su explicación en un conjunto de factores.

El primero de ellos, es que claramente la actividad sectorial llegó a niveles de actividad tan bajos que no significa una base de comparación muy exigente, por lo que la puesta en marcha de proyectos medianos de inversión impacta de manera significativa sobre el total. Un segundo factor, que ha afectado principalmente en la inversión en vivienda, es que a pesar de la quiebra del sistema bancario y la pesificación (materia que se desarrollará con mayor extensión en las siguientes secciones), gran parte de los ahorristas alcanzaron a sacar sus depósitos en dólares previamente, o durante la crisis a través de recursos judiciales. Según estimaciones del Banco Central de la República Argentina (BCRA), los ciudadanos argentinos tendrían depositados actualmente cerca de US\$ 110.000 millones en el “exterior”, los cuales no necesariamente se encuentran en instituciones bancarias extranjeras, sino que más bien gran parte de ellos se encuentra en los hogares particulares o en cajas de seguridad –debajo del colchón en la terminología Argentina. Con la devaluación de la moneda estos ahorros triplicaron su poder de compra, al tiempo que los costos de la construcción se mantenían rezagados. En consecuencia, dadas las pocas alternativas de inversión que quedaron luego del default y la caída financiera, la opción inmobiliaria se volvió muy atractiva.

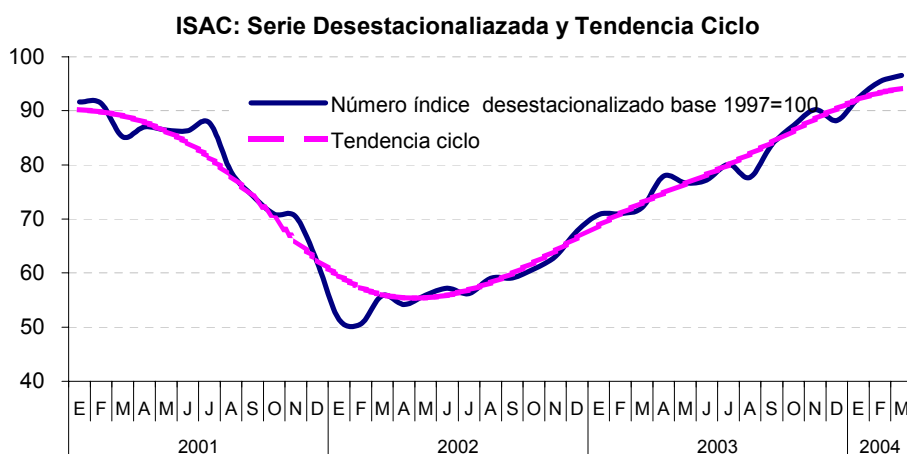
Por último, durante los cuatro años de recesión muchos proyectos de inversión se habían pospuesto repetidamente, con la recuperación de la economía, muchos se pusieron en marcha, especialmente los vinculados a las empresas de servicios públicos –que veían saturada su capacidad– y los energéticos. Dentro de esta categoría cobra especial importancia la inversión pública, que con la crisis había prácticamente desaparecido, y en la actualidad se encuentra en un importante proceso de recuperación.

Los diversos indicadores como los datos de ventas y producción de varios insumos clave, las escrituras anotadas en el Registro de la propiedad, los permisos de edificación y el empleo que releva el INDEC a través de la Encuesta Permanente de Hogares y los puestos de trabajo declarados al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones convalidan este comportamiento expansivo. Hasta los préstamos hipotecarios muestran una incipiente recuperación gracias al mayor otorgamiento en moneda extranjera, que eran prácticamente inexistentes hasta mediados de 2003.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), Argentina.

En este contexto, las ventas y producción de los principales insumos para la construcción han exhibido tasas anuales de crecimiento muy significativas, acumulando en todos los casos incrementos de dos dígitos al cabo de 2003. Las alzas oscilaron entre 45,5% (correspondiente a la producción de cerámicos) y 15,6% (ventas de tubos sin costura), destacándose también las producciones de pinturas (45,3%), de hierro redondo para hormigón (37,9%) y las ventas de vidrios (41,9%), asfalto (31,9%) y cemento (28,8%). La creciente demanda de insumos y la apertura del Indicador Sintético de Actividad de la Construcción (ISAC) en bloques, indican que si bien inicialmente la inversión en vivienda fue el principal sustento de la reactivación sectorial, hacia finales de 2003 ésta también estuvo relacionada a la obra privada –especialmente edificios con destinos distintos del de vivienda– como con obras de infraestructura. Sólo las construcciones vinculadas con la actividad petrolera crecieron menos, pero medidas en índice base 1997=100 exhiben el valor más elevado (supera el nivel de 100, mientras que el resto está por debajo), y en el primer bimestre de 2004 las agrupadas en ese bloque aceleraron su crecimiento.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), Argentina.

En lo más reciente, ISAC general continuó en la senda ascendente antes mencionada, aumentando en marzo 41,2% en doce meses. Adicionalmente, la variación de la serie desestacionalizada también mostró en marzo un alza con respecto al mes anterior (1,3%). No obstante, la serie de tendencia ciclo ha venido disminuyendo su tasa de expansión mensual en los últimos 6 meses. El magro crecimiento de 0,9% en el mes de marzo, que significa una tasa anualizada de crecimiento de 10,9%, podría estar anticipando una disminución en el ritmo de crecimiento del sector.

Sin embargo, las opiniones sobre el mes de marzo de 2004 (contenidas en la Encuesta Cualitativa de la Construcción) resultaron positivas, tanto en las empresas que se dedican a obras privadas como a obras públicas. El saldo de respuestas sobre el nivel de actividad fue positivo, y estiman que el aumento se deberá a la estabilidad de precios y a los nuevos planes de obras públicas anunciados. Con respecto al personal ocupado, también coinciden en esperar incorporaciones de mano de obra.

En esta misma dirección parece dirigirse el principal indicador de actividad futura del sector: las solicitudes de permisos para edificación para obras privadas continuaron

expandiéndose en el primer trimestre de 2004 (53,7%). No obstante, el grueso de la actividad parece concentrarse en la Ciudad de Buenos Aires y sus alrededores, donde se observó un crecimiento de 400% en las solicitudes de permisos durante 2003, versus el 34% observado en el resto del país.

Recuadro 2: Las concesiones

Las concesiones en la Argentina no son instrumento ampliamente difundido, tal como es Chile o en otros países. Desde su inicio fueron naturalmente en obras viales, con la particularidad que en la mayoría de los casos no se realizaron con el objetivo de construir las carreteras sino que más de mantener las existentes en condiciones operativas¹. Sin embargo, los concesionarios percibían tarifas que igualaban, y en muchos casos superaban las de otros países, como Chile, donde las empresas efectivamente tuvieron que construir las carreteras^a.

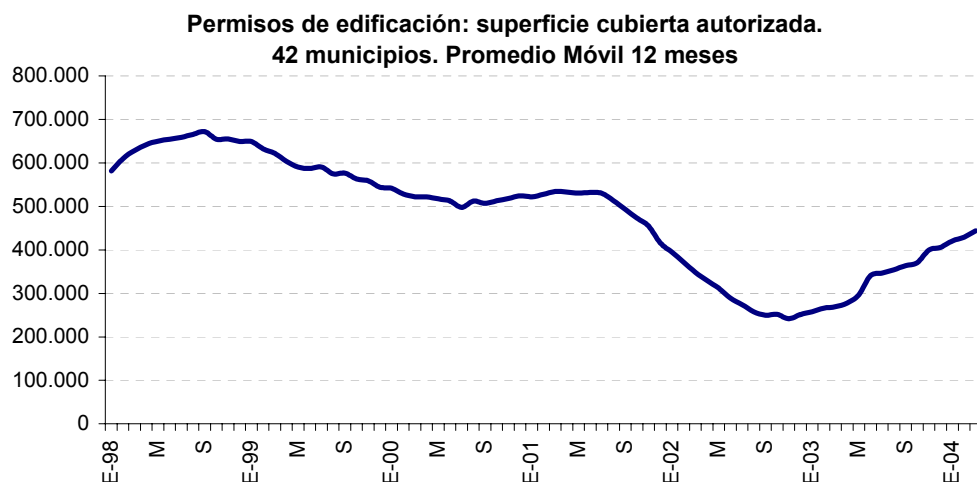
Debe tenerse en cuenta que gran parte de los caminos en Argentina no están bajo la jurisdicción del gobierno nacional, sino que son competencia de los gobiernos provinciales. De hecho, el gobierno federal entregó a concesionarias la mayoría de las rutas que estaban bajo su jurisdicción en la primera mitad de la década de los 90', en tanto que los gobiernos provinciales no empezaron a hacer uso de este poderoso instrumento de inversión hasta finales de la misma, y cuando lo hicieron fue en contadas ocasiones.

Luego de la crisis, y principalmente debido a la inseguridad jurídica, los concesionarios detuvieron sus inversiones. El temor de los concesionarios se produjo inicialmente ante la amenaza por parte de los candidatos a la presidencia de revisar los contratos por incumplimientos, temores que con la asunción del presidente Kirchner, se vieron plasmados en la re-licitación de la mayoría de las carreteras.

Tal vez por esa mirada miope del instrumento, no se ha utilizado todavía para paliar uno de los problemas que con frecuencia, y con drásticas consecuencias, golpea a la economía Argentina: las inundaciones. Como un ejemplo, durante 2003 siete millones de hectáreas de tierra fértil no pudieron ser aprovechadas por encontrarse bajo el agua. Según estimaciones oficiales, las necesidades de fondos para realizar las obras que evitarían estos acontecimientos no son cuantiosas. De hecho, años tras años se realizan nuevas inversiones, pero debido a la permanente escasez de fondos nunca es posible terminarlas. Claramente los beneficios económicos derivados de la recuperación bien podrían cubrir total, o al menos parcialmente, los costos de las obras.

a. El peaje en promedio en las carreteras del interior del país rondaba los 3 dólares por cada 100 kilómetros, en tanto que en la Ciudad de Buenos Aires había peajes que superaban los 9 dólares por cada 50 kilómetros.

¹ Al comienzo de la década de los 90' el problema de Argentina no radicaba en la escasez de rutas, sino que más en la falta de fondos para mantenerlas en condiciones óptimas. Por ello, la política de inversión vial siempre estuvo dirigida en pos de ese objetivo.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), Argentina.

En cuanto a los precios, la reactivación del mercado inmobiliario no ha sido igual para todos los activos, como tampoco en todas las zonas. En promedio, los inmuebles residenciales cayeron al 54% del valor en dólares que habían alcanzado durante la convertibilidad. Actualmente se encuentran un 33,7% promedio por debajo del último precio de 2001. Sin embargo, en algunas zonas, como en Barrio Norte o Palermo, el precio en dólares es el mismo que hace tres años. Es precisamente en estas zonas, de población con alto poder adquisitivo, donde la recuperación se nota con más fuerza. Con precios en dólares de los activos en niveles pre-crisis y costos en dólares de la construcción a la mitad de los observados en la década de los 90', la rentabilidad de los proyectos se encuentra prácticamente asegurada. Más teniendo en cuenta que, como se mencionó en los párrafos precedentes, la demanda por las viviendas de alta calidad no se encuentra tan restringida por la quiebra del sistema financiero, debido a los ahorros que mantendrían este tipo de consumidores fuera de los bancos. Como un ejemplo de ello, en el mes de noviembre de 2003 se presentó un proyecto para la construcción de un edificio en Recoleta, a un precio promedio de un millón de dólares por departamento, vendiéndose todas las unidades disponibles en verde en el transcurso de una semana.

Esta situación no es propia de la ciudad de Buenos Aires solamente, sino que también se vive en otras ciudades del interior, como Córdoba y Santa Fe. En este aspecto juega un rol protagónico la baja oferta por parte de los productores, ya que sólo las constructoras o inmobiliarias que poseen acceso a fondos propios o de terceros, pueden iniciar nuevos proyectos. En consecuencia, tanto los precios como los márgenes se mantienen elevados.

A pesar de los buenos resultados observados en el sector, su suerte en el mediano y largo plazo se encuentra estrechamente vinculada a la del sistema financiero, que más allá de tenues señales de recuperación, todavía no se consolida. Es así como el mercado de préstamos con garantía hipotecaria exhibió en el cuarto trimestre de 2003 un aumento de 20,3%, gracias a la reaparición de los denominados en dólares (el fortísimo incremento porcentual se debe al nivel ínfimo que detentaban en igual período del año anterior), ya que los pactados en pesos siguieron cayendo como lo vienen haciendo desde diciembre de 2001, aunque a una tasa inferior (-4,3%) a las de los meses precedentes. Para el año, sin

embargo, los signos de variación se invierten por la caída de los otorgados en dólares (-45,6%) y la suba de los nuevos préstamos en pesos (4%), que determinaron una variación levemente positiva para el total de hipotecarios (0,3%). Este comportamiento de los préstamos hipotecarios se da en un contexto donde el crédito total se fue recuperando a partir del segundo semestre de 2003. No obstante, en el total del año pesa aún el desempeño contractivo de la primera parte de 2003. Medidos como stock, el total de préstamos mostró una incipiente recuperación con respecto a fines de septiembre en ambas monedas. Del total de los pactados en pesos (US\$ 9.250,8 millones a diciembre de 2003), el 34,5% adoptó la forma de hipotecarios, y de esta suma el 59% se dirigió a financiar la vivienda. Los dirigidos a ese fin dentro del total de hipotecarios en dólares, en cambio, sólo representaron el 5,7% (US\$ 4,7 millones).

La crisis del Gas en Argentina

La actual crisis del gas en Argentina ha impactado de manera directa en la economía chilena, llevando inclusive a repensar la matriz energética en Chile. La primera pregunta que surge es ¿cuál es la causa de la actual crisis?

Claramente una de las principales consecuencias de la pesificación decretada en diciembre de 2001 fue una abrupta disminución del precio interno del gas natural respecto al precio internacional. De hecho, teniendo en cuenta que el peso argentino perdió el 66% de su valor aproximadamente y que el precio internacional del Gas Natural (GN) se mantuvo aproximadamente constante, se desprende que la merma del precio interno fue de 66% también. Además, otros combustibles sustitutos como la bencina (nafta), el petróleo diesel (gas oil), kerosene y Fuel Oil, por ser bienes de traslado y almacenamiento más sencillo y menos oneroso, se acomodaron rápidamente a los precios internacionales. Más allá que entre enero y febrero de 2002 el gobierno argentino hiciera un infructuoso intento por limitar las exportaciones de petróleo con el fin de aumentar la oferta interna, la situación derivó en el desabastecimiento de crudo para las refinerías.

<i>Precios relativos de combustibles con respecto al GN en Argentina</i> (Igual poder calorífico, con impuestos)			
Combustible	Dic. - 2001	Dic. - 2003	Variación
Electricidad	3,2	3,7	15,6%
GLP	3,1	6,3	103,2%
Kerosene	2,5	4,7	88,0%
Fuel Oil	0,8	3,0	275,0%
Gas Oil	1,5	4,7	213,3%
Nafta común	3,2	4,2	31,3%
Nafta súper	3,6	4,7	30,6%

Fuente: Ente Nacional Regulador del Gas. Argentina.

En consecuencia, el brusco cambio en los precios relativos –que se observa en la tabla precedente– provocó un sensible aumento de la demanda por GN en detrimento de los combustibles alternativos. Esto, sumado a que el retraso en el precio desincentivó la exploración de nuevos pozos y la explotación de otros ya descubiertos, habrían sido

factores que culminaron en un escenario de demanda desbocada y oferta estancada. En todo mercado el escenario antes descrito implica necesariamente un ajuste de precios, o el menos eficiente racionamiento de la demanda. De más está decir que el gobierno trasandino escogió la segunda opción.

Que en el párrafo precedente se haya mencionado que los factores “habrían” llevado y no que “llevaron” a la crisis del gas, se hace al sólo efecto de remarcar que si bien la pesificación puede ser uno de los factores que provocaron esta situación, no necesariamente fue “él” factor. Dos elementos debilitan la hipótesis del efecto precio en la demanda. La primera de ellas es que en general las maquinarias y medios de transporte que utilizan determinados combustibles se encuentran “atrapados” (lock-in) en la tecnología escogida, por lo que la elasticidad precio de corto plazo es muy cercana a cero. Cualquier cambio en el uso de combustibles implica un abandono de la tecnología utilizada hacia una alternativa. Claramente, dicho cambio será costoso en la mayoría de los casos, y sólo se justificaría si el cambio en los precios relativos es lo suficientemente importante y se extiende en el tiempo más allá de un horizonte razonable. En este contexto, se debe tener presente que la pesificación y el consiguiente congelamiento del precio interno del GN era en su origen y terminó siendo –como lo demostró el descongelamiento de precios decretado en marzo– transitorio y de corta duración (dos años). Así, el proceso de sustitución de tecnología en la mayoría de los casos no era rentable, y cuando lo era, el tiempo fue demasiado corto para que se concretase a cabalidad.

El segundo elemento, es que la economía Argentina venía de casi cuatro años de recesión, con caídas en la demanda de gas incluida, que configuraban un escenario de alta capacidad ociosa por el lado de la oferta.

Crecimiento del Consumo de GN en Argentina. (2003)					
Tipo de Consumo	Variación 2003	Segundo semestre	Participación 2003	Aporte año	Aporte semestre
Residencial	3,8%	7,9%	23,8%	0,9%	1,5%
Comercial	4,5%	9,6%	3,5%	0,2%	0,3%
Industrial	9,1%	9,4%	35,0%	3,2%	2,7%
Generación Eléctrica	12,4%	52,7%	27,8%	3,4%	12,0%
GNC	29,4%	27,7%	7,3%	2,1%	1,7%
Otros	11,4%	16,0%	2,6%	0,3%	0,3%
Total	10,1%	18,5%	100%	10,1%	18,5%

Fuente: Ente Nacional Regulador del Gas. Argentina.

En la tabla precedente se observa el crecimiento de la demanda de GN por tipo de demandante. En las dos primeras columnas se encuentra el crecimiento observado en el año completo y en el segundo semestre, respectivamente. En tanto, en las dos últimas columnas se presenta el aporte que hizo cada uno de los demandantes al crecimiento del consumo total, en cada uno de los períodos considerados. De allí se desprende que el crecimiento del consumo durante 2003 efectivamente fue elevado (10,1%), pero bien podría ser explicado por el alto crecimiento que experimentó la economía Argentina durante el período (8,6%).

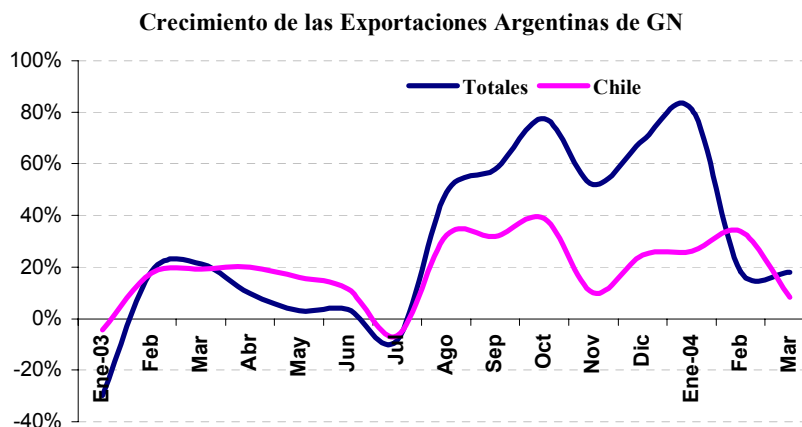
Ahora bien, al analizar el crecimiento por tipo de consumo se encuentra que el mayor incremento se produjo en el Gas Natural Comprimido (GNC), combustible que es utilizado principalmente por los automóviles particulares, aumentando su consumo en casi 30%. Aquí es donde habría operado mayormente el efecto sustitución, ya que la conversión de un vehículo de gasolina a GNC es relativamente barato², generalizado y rápido. Según estudios de la Secretaría de Energía Argentina el costo de la habilitación para GNC es compensando por el menor gasto en combustible en un año y medio para un vehículo de uso promedio, tiempo que se reduce sustancialmente para los vehículos de menor uso.

Sin embargo, la participación del GNC en el consumo total de GN es de sólo 7,3%, por lo que sólo 2,1 puntos porcentuales del aumento en el consumo total se explica por la reconversión de automóviles a GNC. El grueso del crecimiento debe buscarse en el resto de los destinos. En efecto, de los 8 puntos porcentuales restantes 6,6 se explican por el crecimiento combinado del consumo de las generadoras eléctricas y los productores industriales, ¿es en estos casos consecuencia también del congelamiento de precios?. Pues bien, si se tiene en cuenta que la industria creció más de 17% en 2003, se podría concluir – al menos con una mirada ligera– que el aumento de 9,1% en el consumo industrial y de 12,4% en el consumo de las generadoras, fue simplemente una consecuencia de la mejora en la actividad económica en general y no del efecto sustitución.

No obstante, cuando se desagrega el año en semestres se encuentra que el consumo de las generadoras aumentó casi 53% en la segunda mitad del año, período en el que comenzaron los cortes, en tanto que el consumo total lo hizo en 18,5%. Así, 12 puntos porcentuales del incremento en el consumo total se explican por la mayor demanda por parte de las generadoras eléctricas. ¿Es esto consecuencia de la recuperación de la economía? Claramente es imposible. ¿Se debe a la sustitución de tecnologías en el sector?. Tampoco es posible. Con las tarifas eléctricas también congeladas y con el sistema bancario quebrado, a las generadoras no les hubiera sido posible conseguir los fondos necesarios para realizar nuevas inversiones. Además, el tiempo transcurrido no fue lo suficientemente extenso para realizar el cambio. Entonces, la explicación es mucho más simple: la sequía que llevó a varias generadoras hidráulicas a frenar la producción y a otras a trabajar muy por debajo de su capacidad.

Al mismo tiempo, como se observa en el gráfico inferior, las exportaciones argentinas de GN, crecían en algunos meses a tasas superiores al 70%, sobre todo en la segunda mitad del año. Inclusive las exportaciones a Chile crecieron a un promedio de 25% en los últimos meses de 2003, y a más de 30% en los dos primeros meses de 2004, momento a partir del cual comenzaron a aplicarse las restricciones a las exportaciones. ¿Porqué crecieron tanto las exportaciones a países donde el precio del GN no estaba congelado? Porque no sólo en Argentina había sequía sino que también en Chile, Uruguay y en menor medida en Brasil. La conjunción de estos factores significó que al momento de aplicarse las restricciones al consumo interno y las exportaciones de GN, la demanda total (interna y externa) por GN argentino venía creciendo al 33% anual.

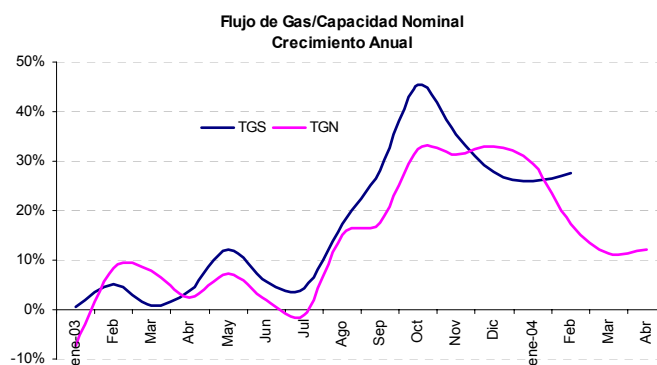
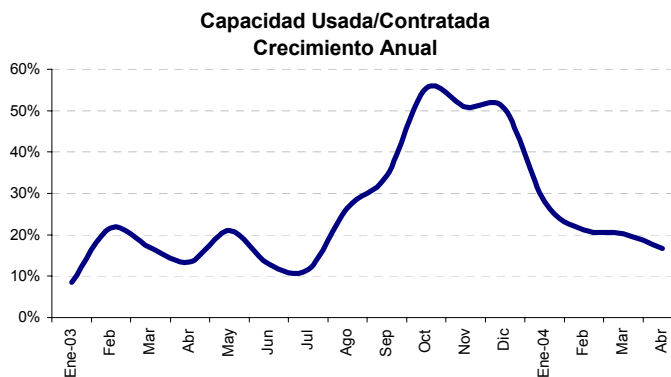
² El costo de la transformación de un vehículo a GNC en Argentina es aproximadamente U\$S 600. Además, existe una gran cantidad de talleres habilitados para tal fin que en menos de 24 hrs. convierte el automóvil.



Fuente: Ente Nacional Regulador del Gas. Argentina.

Capacidad de transporte y oferta

Donde afectó con mayor fuerza el congelamiento de precios del GN fue en la capacidad de transporte. Ello queda en evidencia cuando se observa la capacidad utilizada de los transportistas. Tal como se observa en los gráficos siguientes, las relaciones capacidad usada a capacidad contratada y flujo de gas efectivo a capacidad nominal dieron un salto muy importante a mediados de 2003. En efecto, mientras que en la segunda mitad de 2002 la relación capacidad usada a capacidad contratada rondaba un valor de 0,7 (70%), esa relación llegó a 0,96 (96%) en la segunda mitad de 2003, con meses que superó el 100%.

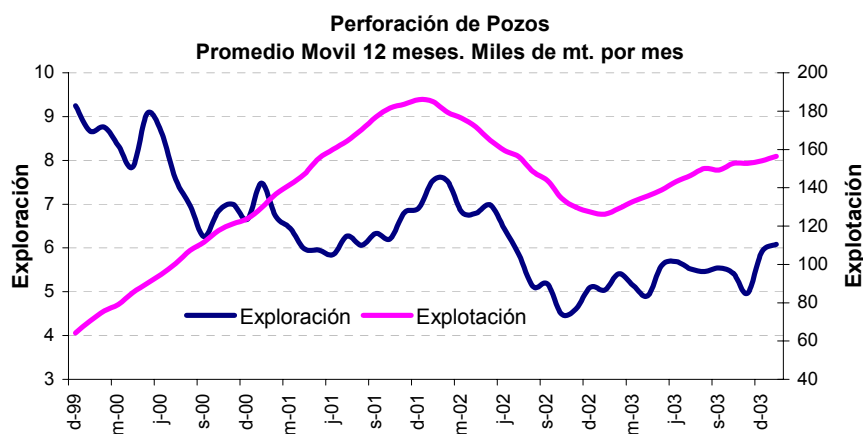


Fuente: Ente Nacional Regulador del Gas. Argentina.

Este mismo escenario se mantiene si en lugar de observar la relación capacidad usada-contratada se analiza la relación flujo efectivo de gas a capacidad nominal de los gasoductos –ya que aunque se este usando toda la capacidad contratada puede quedar capacidad ociosa sin contratar en el gasoducto. En este caso nuevamente se observa un salto en el uso de la capacidad, aumentando la relación a una tasa de 40% en los meses de septiembre y octubre. Así, esta relación que en la segunda mitad de 2002 promediaba el 72%, en la segunda mitad de 2003 llegó a 88%. Nótese, que desde entonces los crecimientos en el uso de la capacidad son más moderados, pero todavía a un ritmo de 10%, lo que no significa que la saturación haya disminuido, sino que más ya no hay más capacidad para utilizar.

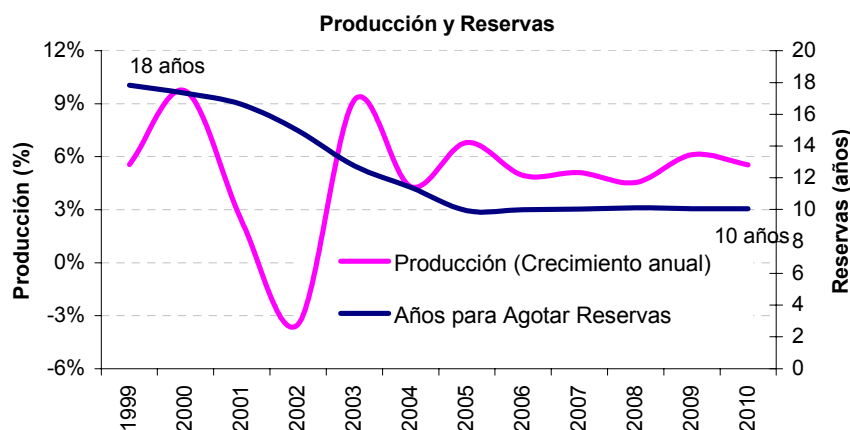
Si bien este problema se agudizó a finales de 2003, ya a comienzos de ese año se observaba un constante crecimiento en la tasa de uso de la capacidad, de entre 15% y 20% en doce meses, que hacía presagiar el desenlace posterior. El hecho que la crisis no se haya desencadenado antes fue simplemente porque durante 2002 el nivel de lluvias se ubicó por sobre lo normal y Argentina se encontraba en recesión desde 1998, por lo que la falta de inversiones, sobre todo en transporte, no se hizo sentir.

En cuanto a la producción y reservas, se observa que la merma de estas variables estuvo más vinculada al ciclo de la economía. Así, la explotación de pozos aumentó de manera importante entre 1999 y 2001, más que duplicándose, para luego derrumbarse con la caída del gobierno de De La Rúa, y recién a comienzos de 2003 la perforación para explotación comenzó a recuperarse. Similar desempeño se detecta en la exploración, con un comportamiento más bien plano hasta diciembre de 2001, y un derrumbe en ese mes, para empezar a recuperarse a comienzos del pasado año. Sin embargo, las recuperaciones posteriores fueron más bien modestas, encontrándose en la actualidad la actividad de perforación para exploración y explotación 15% y 17% por debajo de los niveles de 2001, respectivamente, pese a que la demanda total por gas se encuentra 15% por sobre su nivel de aquel año. Sin lugar a dudas la pesificación y posterior congelamiento de tarifas jugó un papel fundamental en la ampliación de esta brecha.



Fuente: Ente Nacional Regulador del Gas. Argentina.

Como era de esperar, la combinación de estos factores se tradujo en una considerable merma en las reservas de GN –medidas como el número de años para agotar el stock existente, si se mantiene el ritmo de producción al momento de la medición. En efecto, como se observa en el gráfico siguiente, en 1999 había reservas para satisfacer 18 años de producción, en tanto que en 2004 se espera que este valor en llegue a 11, para luego estabilizarse en 10 años.



Fuente: Ente Nacional Regulador del Gas. Argentina.

Una mirada hacia el futuro

Tardíamente, y luego que la crisis le estallaró de repente, el gobierno argentino reaccionó con un conjunto de medidas tendientes a solucionar el problema –además de las poco eficientes y corto placistas, como el racionamiento interno y a las exportaciones y la importación desde Bolivia. Entre ellas figura la construcción de un gasoducto en el norte del país y la interconexión de los gasoductos del Centro, Norte y Sur, ya que en la actualidad la posibilidad de compensar los excesos de demanda en una zona con los excesos de oferta en otra son casi nulas debido a la saturación de la capacidad de transporte. De hecho, algunas de las limitaciones impuestas a la exportación de gas a Chile en el sur habrían sido inútiles, ya que no había capacidad de transporte para llevar el flujo liberado hacia el norte, donde se encontraba la mayor deficiencia de demanda.

Estas inversiones estarían vinculadas al "Acuerdo para la implementación del esquema de normalización de los precios del gas natural", suscrito entre las autoridades trasandinas y las principales empresas del sector energético. Dicho acuerdo no es más que un plan de descongelamiento paulatino de las tarifas. Éste se instrumentaría en cuatro etapas, la primera de ellas ya habría entrado en vigencia con el aumento del GNC en más de 25%, la renegociación de los consumos industriales ininterrumpibles, con aumentos de 80%, y el acuerdo con las empresas eléctricas para aumentar sus tarifas a finales de 2004. En lo que se refiere a los precios en boca de pozo, los incrementos iniciales se ubicarán –según la cuenca gasífera de procedencia– entre el 33,2% y el 50,1%, pero será únicamente para los usuarios industriales. La última etapa entraría en vigencia a mediados de 2006, momento a partir del cual los precios en boca de pozo deberían liberarse totalmente. El acuerdo establece que los aumentos totales, al final del proceso, se ubicarán entre un mínimo de 105,3% (para el gas de la cuenca neuquina) y un máximo de 179,4% para el combustible de la cuenca Chubut Sur.

Si bien la decisión óptima hubiera sido liberalizar los precios a boca de pozo inmediatamente, en la medida que el acuerdo sea respetado por el gobierno argentino o que resulte creíble para las empresas energéticas, el resultado final no debiera ser muy diferente. Esto, porque las inversiones empezaría inmediatamente si se tiene en consideración que al momento de la maduración de los proyectos el precio de venta del producto debiera estar muy próximo al internacional, según el acuerdo antes mencionado.

En el mediano y corto plazo la liberalización de los precios a boca de pozo, y la consiguiente readecuación de los precios al consumidor, habría tenido un impacto menor sobre las restricciones, debido principalmente a la baja elasticidad de demanda y a la saturación de la oferta en el corto plazo –tanto en la capacidad de transporte como de producción. En este sentido sería mucho más beneficioso la ampliación de la cota de Yacretá (proyecto que es una prioridad del gobierno argentino) y el fin de la sequía, ambos elementos que liberarían gran parte del exceso de demanda por GN debido a las generadores termo-eléctricos.

La crisis y el default: una historia conocida.

Los prolegómenos: un cocktail explosivo

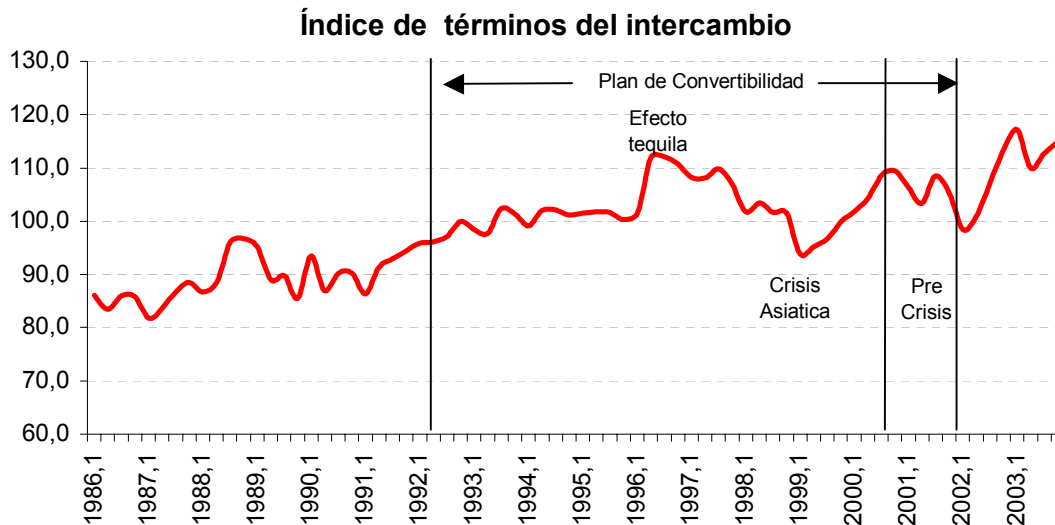
Al igual que el resto de los países sudamericanos, Argentina ha tenido una larga historia inflacionaria, particularmente alta entre 1930 y 1992, salvo años puntuales en que incipientes planes de estabilización lograron controlar la inflación de manera transitoria.

El último de estos planes de estabilización, y que fuera instaurado por el presidente Carlos Menem en 1992, fue conocido como plan de Convertibilidad, y al menos por aproximadamente 10 años, logró su cometido reduciendo la inflación a cero. El plan consistió básicamente en la fijación del peso argentino en una paridad uno a uno con el dólar. Esta fijación no la determinaba el poder ejecutivo sino que era por una ley del congreso. De esta manera, se le quitaba al poder ejecutivo la facultad de hacer política cambiaria, ya sea a través del Ministerio de Economía o del Banco Central de la República Argentina (BCRA). Adicionalmente se estableció en una ley posterior la autonomía del BCRA.

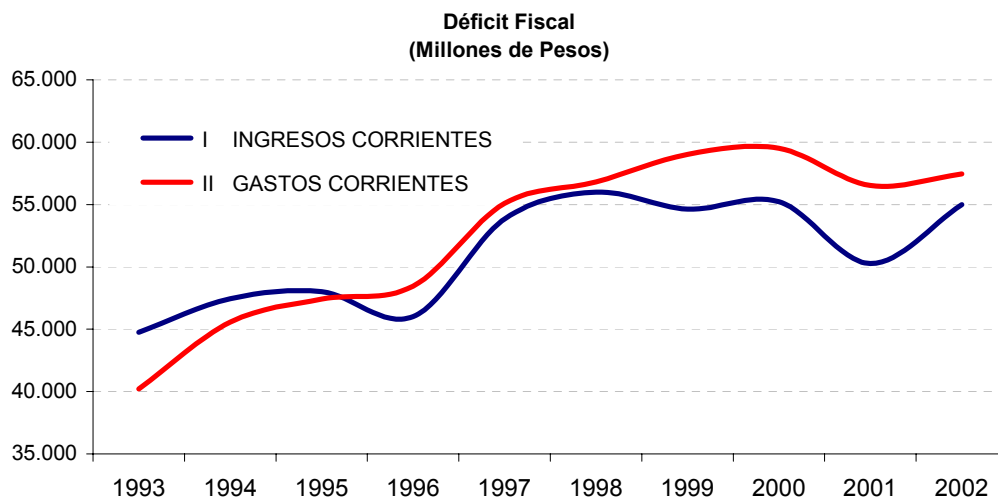
Además de la fijación de la paridad de la moneda, la Ley de Convertibilidad imponía límites a la cantidad de dinero que podía emitir el Banco Central. Concretamente, al BCRA sólo se le permitía emitir moneda que estuviera respaldada por divisas extranjeras u oro y títulos públicos –por cada peso que se emitiera debían aumentar las reservas en un dólar–, con la salvedad que el valor total de los títulos públicos que poseyera el BCRA no podía superar el 10% de la base monetaria, ni incrementarse más de 10% en un año. Claramente esta ley reconocía el origen monetario de inflación –que si bien era bien sabido por los economistas, la dirigencia política se negaba a reconocerlo– y especialmente el rol principal jugado por los déficit fiscales a través de las emisiones destinadas a cubrirlos. Esta ley significó en la práctica la renuncia del BCRA a la realización de política monetaria, ya que al determinarse la oferta monetaria exógenamente (por la entrada o salida de dólares) no existía ninguna posibilidad de que esta institución pudiese afectar las tasas de interés de

mercado. Adicionalmente, ante la imposibilidad de financiar los déficits fiscales con emisión, el gobierno sólo podía incurrir en ellos si el mercado financiero, interno o externo, estaba dispuesto a prestarle dinero. Por lo tanto, o bien se terminaban los desequilibrios presupuestarios, o bien las futuras emisiones de deuda debían encuadrarse en un marco de sustentabilidad de largo plazo. Si estas condiciones no se cumplían el plan fracasaría.

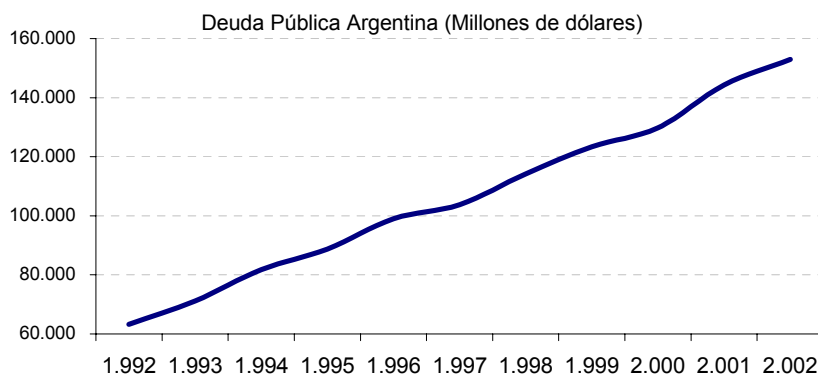
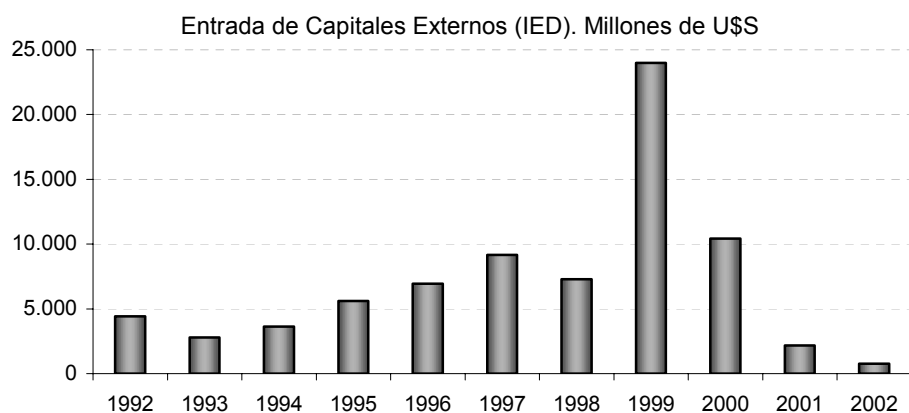
Durante los primeros años del plan, Argentina enfrentó un escenario externo muy favorable, con abundante entrada de capitales, tanto para inversiones nuevas como por privatizaciones, y una importante mejoría en los términos de intercambio. En este contexto, el gobierno argentino no sintió en toda su envergadura la restricción impuesta por la Ley de Convertibilidad. Es así como los gastos corrientes aumentaron casi 50% entre 1993 y 2000 –desde US\$ 40.000 millones hasta US\$ 60.000 millones– en circunstancias que los ingresos corrientes sólo lo hicieron en 22% –desde US\$ 45.000 millones hasta US\$ 55.000 millones. Este disímil desempeño entre ingresos y gastos llevó a que las cuentas públicas pasaran de tener un superávit de US\$ 4.500 millones a un déficit de US\$ 5.000 millones. O en otros términos, de una política fiscal contractiva a una fuertemente expansiva. Adicionalmente, proceso de privatizaciones iniciado en la década pasada y la abundancia de capitales externos permitieron a las autoridades sobrellevar el déficit sin mayores inconvenientes, y cumpliendo plenamente con lo establecido en la ley de convertibilidad.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. Argentina (INDEC)



Fuente: Ministerio de Economía de la Nación. Argentina.



Fuente: Ministerio de Economía de la Nación. Argentina.

Este patrón de exceso de gasto público, no sólo fue seguido por el gobierno nacional (federal) sino que también fue una constante en los gobiernos provinciales. Tal es así, que para 2000, de las 24 provincias que componen la Argentina, sólo tres de ellas tenían las

cuentas públicas equilibradas, todas ellas porque tenían acceso a ingresos extraordinarios (ingresos del petróleo, transferencias extraordinarias del gobierno central, etc.). Como era de esperar, la deuda pública creció de forma explosiva, desde U\$S 63.000 en 1992 hasta U\$S 130.000 millones en 2000, esto es, en 105%. Al mismo tiempo, la entrada neta de capitales externos producía dos efectos. Por un lado contribuyó a aumentar considerablemente la inversión, pero por otra parte, al estar atado el valor del peso al dólar, en lugar de apreciarse la moneda, los capitales externos pasaban a engrosar las reservas del BCRA con el consiguiente aumento en la base monetaria. En otros términos, la política monetaria, si bien no por decisión del BCRA, se había transformado en una fuertemente expansiva.

En consecuencia, la combinación de una política monetaria expansiva, i.e, bajas tasas de interés y abundancia de créditos, una política fiscal también expansiva, con un déficit que oscilaba entre el 2,5% y 3% del PIB, más excelentes términos de intercambio, permitieron que la economía creciera a tasas nunca antes vistas de entre el 8% y 11% anual. Luego, a partir de la crisis del Tequila en 1995, los términos de intercambio empezaron a caer apresuradamente – la merma fue del 15% entre el máximo y el mínimo–, lo que hubiera presionado hacia una devaluación de la moneda si no hubiera sido porque en ese período se incrementó notablemente la entrada de capitales, debido principalmente a la concreción de algunas privatizaciones de grandes empresas. Dentro de éstas, la de mayor importancia fue la venta de las acciones remanentes de YPF que le reportaron al fisco casi U\$S 10.000 millones. La mencionada privatización permitió al gobierno de entonces postergar el ajuste de las cuentas públicas, que ya aparecía como un importante factor de riesgo. Esto principalmente porque a finales de 1999 tuvieron lugar las elecciones presidenciales. Inclusive, para empeorar el panorama fiscal, uno de los contendientes a la presidencia era el entonces Gobernador de la Provincia de Buenos Aires, con un peso de 33% en el PIB argentino, y con un presupuesto en ese entonces de aproximadamente U\$S 10.000 millones. En esta sola provincia el déficit fiscal superó los U\$S 1.500 millones.

En resumen, para comienzos de 2000 la Argentina se encontraba en un delicado equilibrio y en extremo dependiente del escenario externo altamente favorable hasta ese entonces. Un cambio en este escenario podría implicar duras consecuencias para la economía. La deuda pública acumulada durante esos años, demandaba aproximadamente U\$S 10.000 millones al año en pagos de capital e intereses. Sin las privatizaciones o la abundancia de activos externos no parecía fácil su repago.

El desenlace: crónica de la explosión anunciada

En el año 2000 asumió el nuevo gobierno nacional, que debía hacer frente a las obligaciones de la deuda antes mencionadas, pero a diferencia de los años anteriores, y luego de la crisis asiática, las condiciones externas ya no eran tan favorables. Los términos de intercambio se encontraban en picada, los flujos de capitales externos se encontraban mucho más temerosos que años anteriores, al tiempo que las tres principales provincias Argentinas, Buenos Aires, Córdoba y San Fe con enormes déficit fiscales, estaban en manos de la oposición y poco dispuestas a realizar concesiones al gobierno federal.

La única señal alentadora en ese momento era la incipiente recuperación de la economía. Luego de la crisis asiática, con las sucesivas devaluaciones y abandono del esquema de tipo de cambio fijo por la mayoría de los países de esa región, le siguieron Rusia y más importante aún Brasil, el principal socio comercial de la Argentina. En este contexto, la competitividad Argentina quedó seriamente disminuida, comenzando los rumores de devaluación y los primeros ataques especulativos a la moneda. A pesar de ello, para finales de 1999 y principios de 2000 la economía parecía haber entrado en una senda de recuperación que alejaba el fantasma de la devaluación. Sin embargo, con la escasez de capitales externos y la recaudación de impuestos en niveles muy bajos luego de dos años de recesión, la posibilidad del pago de los compromisos de la deuda se veía seriamente comprometida, a no ser que el crecimiento fuera muy importante.

En vista de la alta vulnerabilidad externa, el gobierno firmó un nuevo acuerdo con el FMI el cual servía de seguro para afrontar los compromisos de la deuda a través de nuevos préstamos, pero que incluía, entre sus requisitos principales, que se debían aumentar los impuestos. Este sólo requisito fue suficiente para frenar la incipiente recuperación, y devolver la economía a la recesión.

En este punto, nótese que el gobierno argentino estaba impedido de realizar política cambiaria –por la fijación del tipo de cambio– y política monetaria –por las restricciones impuestas en la ley de convertibilidad. Haber contado con estos dos instrumentos hubiera sido de enorme utilidad dado el contexto internacional, ya que el deterioro de los términos de intercambio se podría haber atenuado con una depreciación; en tanto que la salida de capitales significaba en la práctica una política monetaria contractiva. Por cada dólar que se iba al exterior el Banco Central retiraba un peso de circulación. Del tridente tradicional de instrumentos de política, sólo la fiscal estaba actuando de manera contra cíclica. Con el aumento de impuestos impulsado por las nuevas autoridades, los tres instrumentos de política, la fiscal, la monetaria y la cambiaria, pasaron a actuar de manera pro-cíclica, profundizando la recesión. En consecuencia, si bien el aumento de impuestos ayudó a atenuar el ya incontrolable déficit fiscal, la profundización de la recesión mermó los ingresos provenientes del resto de los impuestos y aumentó la evasión fiscal. Al final, el panorama continuó como estaba.

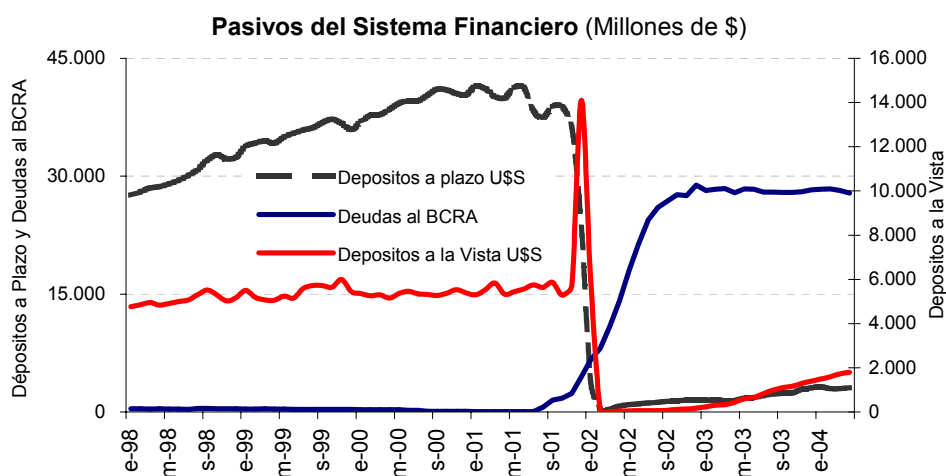
Así, durante 2000 y 2001 la única fuente de financiamiento para el sector público, nacional y provincial, fueron los bancos. Conciente de ello, y teniendo siempre presente el efecto expulsión que esto causa sobre el gasto privado, la autoridad monetaria empezó a relajar las regulaciones disminuyendo los requisitos mínimos de liquidez y permitiendo que en la cartera de activos de los bancos creciera de manera vertiginosa la exposición a los títulos de deuda pública.

El desenlace no se hizo esperar. En un país como Argentina, que en los últimos veinte años ya había experimentado dos confiscaciones de depósitos³, el rumor de una devaluación y posterior confiscación de depósitos no tardo en esparcirse. Una devaluación sería

³ “Congelamiento de depósitos” en la jerga local, con su consiguiente transformación en títulos públicos con tan sólo 30 años para su vencimiento.

prácticamente insostenible para los bancos, ya que el 90% de sus pasivos se encontraban en dólares contra un 50% de los activos, y peor aún, la mayor parte de ellos emitidos por el gobierno, que ante la eventualidad de una crisis difícilmente serían honrados.

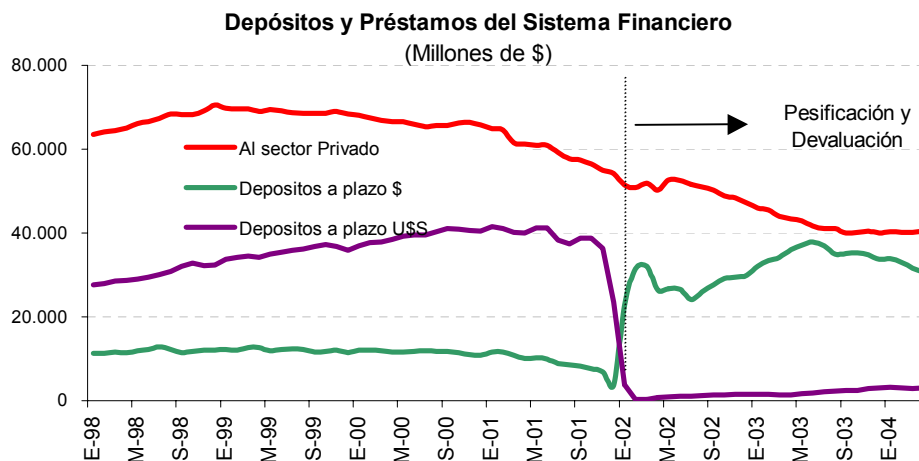
Con el rumor *ad portas*, el público corrió a los bancos a retirar sus ahorros para enviarlos al exterior, o guardarlos en dólares debajo del colchón. En una semana se habían perdido casi el 40% de los depósitos y la mitad de las reservas internacionales. Era evidente que los bancos no podían hacer frente a posteriores retiros si no cobraban los activos o vendían los títulos públicos en cartera, con el consiguiente castigo en el precio por la sobre oferta. Es en este contexto que el riesgo país empezó a aumentar, trepando a los 2.500 puntos base antes del *default*. La solución implementada por el gobierno fue el conocido “corralito”. Como se muestra en el gráfico siguiente, ante la imposición del corralito la estrategia inicial de los ahorrantes fue trasladar sus ahorros desde depósitos a plazo a cuentas a la vista, a tal punto que estas últimas se triplicaron en el transcurso de una semana. No sólo con la expectativa de extraer el dinero, ya que el corralito no lo permitía, sino que también a la espera de poder realizar alguna transacción –en el mercado de valores, inmobiliaria, etc– que significara en la práctica la elusión de la restricción. Esto, ya que el público podía realizar todos los pagos que deseara con sus depósitos, trasferirlos inclusive, pero nunca retirarlos en efectivo de los bancos. De todas maneras, la suerte ya estaba echada, los bancos no estaban dispuestos a prestar un peso dada la condición de altísima vulnerabilidad en la que se encontraban. El corazón de toda economía de mercado, el sistema de pagos, se había detenido.



Fuente: Banco Central de la República Argentina (BCRA)

El talón de Aquiles de la economía Argentina: el sistema financiero

Como se desprende de la sección precedente, sin lugar a dudas el sector más golpeado por la crisis de 2001 fue el financiero, a tal punto que hoy, dos años y medio después del derrumbe, el sector ha conseguido sólo un mes con resultados positivos. Como se mencionó, el núcleo de la crisis fue la corrida bancaria acaecida en diciembre de 2001. Que no es otra cosa que una desconfianza generalizada del público en el sistema financiero. Sin confianza, no hay posibilidad de que el sector exista.



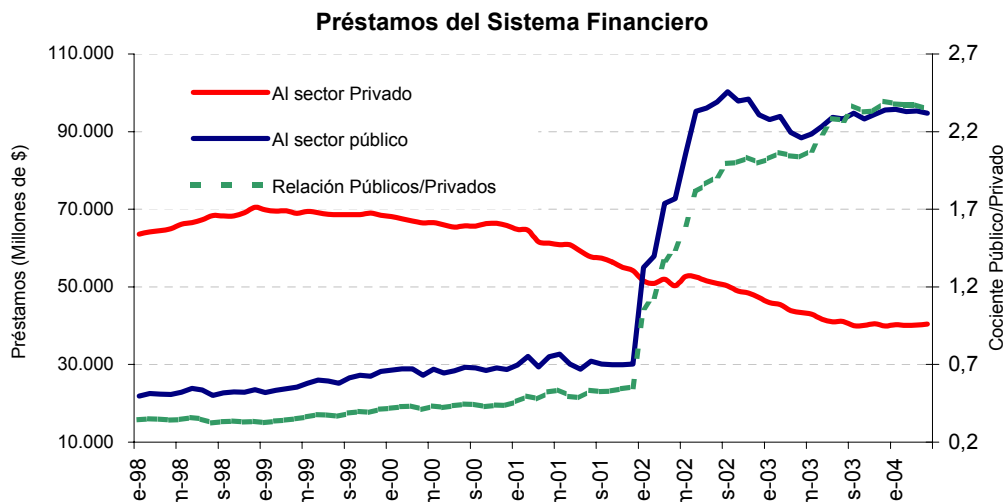
Fuente: Banco Central de la República Argentina (BCRA)

Luego de la crisis, con corralito en pleno funcionamiento, el público mantuvo sus ahorros en cuentas a la vista para poder retirarlos en cuanto la restricción dejara de ser operativa, lo que dejaba a las instituciones bancarias en una situación sumamente inestable. En este contexto, los bancos se limitaban a actuar de meras cajas cobradoras de créditos y a acumular efectivo para afrontar las posibles contingencias. La disminución en el stock de préstamos, desde entonces ha sido continua, primero de forma acelerada, y en los últimos meses prácticamente se ha detenido. Así, en abril de 2004 el stock total de préstamos al sector privado asciende a tan sólo \$ 40.200 millones (US\$ 14.000 millones), 42% menos que los \$70.000 millones en 1998 cuando empezó la recesión. Con una caída mucho más abultada si se mide en dólares de 80%.

En medio de esta situación, el recién ingresado gobierno de Duhalde le dio el golpe de gracia que faltaba al sistema financiero: la pesificación asimétrica de los activos y pasivos bancarios. Asimétrica, porque la transformación de los activos y pasivos no se hizo al mismo tipo de cambio. Por la Ley de Pesificación y derogación de la Ley de Convertibilidad, todos los depósitos en dólares se transformaron en depósitos en pesos a una tasa de cambio de 1,4, esto es, por cada dólar depositado a cada ahorrante se le acreditaba \$1,40. Sin embargo, la pesificación de los préstamos se realizó a una tasa de uno a uno, esto es, cada dólar prestado por los bancos se transformaba en un peso. En términos generales, de un día para otro los pasivos bancarios con el sector privado habían aumentado en 40%, mientras que sus activos con el mismo sector, se habían mantenido inalterados. El quebranto del sistema financiero ya tenía fecha de nacimiento.

Luego, con la pesificación de los títulos públicos garantizados a una tasa de \$1,4 por dólar se aliviaron moderadamente los balances de los bancos, pero a un costo no menor. Así, mientras que en diciembre de 2001 los préstamos al sector público representaban el 35% de los préstamos totales de los bancos, en enero de 2002, por virtud de la pesificación, pasaron a representar el 51%. Con el tiempo y la permanente caída de los préstamos al sector privado, en diciembre de 2003, los préstamos al sector público pasaron a representar el 70% de sus colocaciones totales. Tal vez la pesificación de los títulos públicos en poder de los bancos haya atemperado en su momento el rojo de sus balances –téngase presente que la alternativa a la pesificación era el default–, pero ha dejado hoy a los bancos en una posición

para nada halagüeña: su principal cliente es el artífice de default soberano más grande de la historia.



Fuente: Banco Central de la República Argentina (BCRA)

El crecimiento desmesurado de la participación del sector público en los activos bancarios no se dio sólo por la pesificación o la emisión de nueva deuda soberana. En ello jugaron un rol protagónico los recursos de amparo interpuestos por los ahorrantes ante la justicia para retirar sus depósitos atrapados en el corralito. A través de estos recursos judiciales los depositantes podían retirar sus fondos en la moneda original en los que se habían realizado. Esto perjudicó aun más los balances bancarios, ya que desde marzo de 2002 el precio del dólar había trepado a \$3, por lo que, independientemente de la pesificación, gran parte de los ahorrantes pudieron retirar sus depósitos a un tipo de cambio de mercado, el cual era tres veces más alto que el tipo de cambio al que se habían pesificado los préstamos. Dada la delicada situación del sistema financiero, y presiones del FMI mediante, el gobierno argentino emitió un bono que entregó a los bancos para compensar las pérdidas patrimoniales debidas a la pesificación asimétrica. De esta manera, dos años y medio después de la crisis el sector público argentino nacional, provincial y municipal, le deben en conjunto \$94.000 millones al sistema financiero, versus los \$30.000 millones que le debían antes de la crisis.

Como era de esperar, el proceso antes descrito significó el cierre de numerosas instituciones bancarias, pero curiosamente sólo tres bancos de capitales argentinos cerraron, el resto fueron entidades de capitales externos que decidieron terminar sus operaciones en el país. Seguramente, la abundante ayuda recibida por los bancos –denominada “redescuentos” en ese país y dirigida principalmente a los bancos de capital argentino– por parte del BCRA, que asciende a \$ 28.000 millones en el presente, contribuyó de manera decisiva para que la mayor parte de las instituciones no cerrara.

Una luz en el horizonte ¿el final del túnel?

A pesar de la caótica situación que se vislumbraba a mediados de 2002, el sistema financiero se empezó a recuperar más rápido de lo que se esperaba. Es así como, en el año

2003 el panorama monetario y financiero se caracterizó por una evolución favorable de casi todas las variables, al consolidarse el proceso de estabilización económica y financiera iniciado a fines de 2002. Un manejo más ortodoxo de la política económica, y la implementación de una política cambiaria consistente, lograron revertir la dinámica divergente que revelaron las variables financieras a partir de la crisis.

La mayor confianza en la moneda doméstica, la revisión a la baja de las expectativas de inflación y la recuperación de la actividad económica –en un contexto de normalización tanto del mercado cambiario y de capitales como del sistema financiero–, generaron una mayor demanda de dinero. En tal contexto, se completó exitosamente el levantamiento de las restricciones financieras impuestas desde diciembre en 2001, y los nuevos depósitos del sector privado comenzaron a acompañar la reactivación económica.

Por otra parte, en el marco de la política de refinanciación de redescuentos se implementó un sistema por el cual los bancos pueden “calzar” los flujos de pagos de los adelantos y redescuentos adeudados al BCRA con el flujo de cobros que los bancos reciben por los títulos públicos en su activo. Además, el BCRA obligó a las entidades que quisieran beneficiarse de este sistema a un esquema para la reestructuración de deudas externas. De tal forma, las entidades privadas iniciaron procesos de reestructuración y cancelación de deuda con el exterior. Se regularizaron o extendieron plazos de obligaciones por U\$S 6.000 millones.

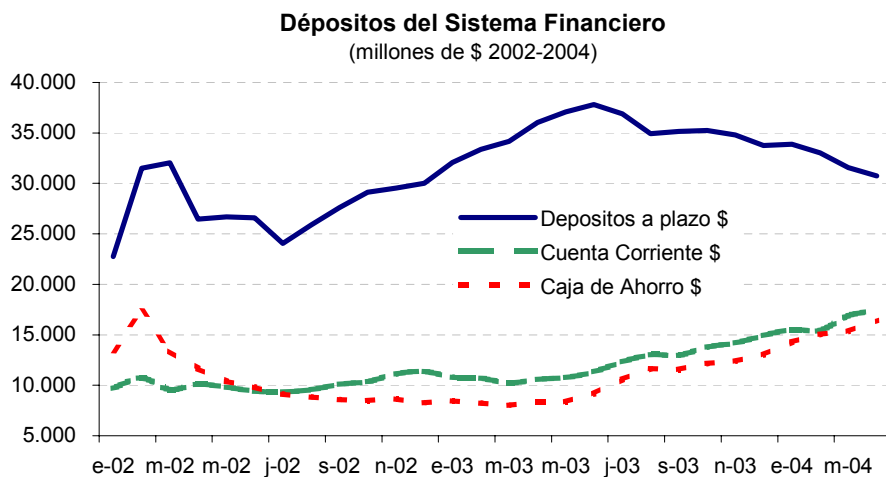
Todas estas medidas, si bien implicaron una mejora en la situación de los bancos, no bastaron para lograr una recuperación sostenida del crédito, la que depende crucialmente de la recuperación de la economía. En el año 2003 los préstamos en pesos al sector privado no financiero cayeron 5,1%, aunque con una tendencia favorable, ya que la caída se fue desacelerando a partir de la mitad del año y el último trimestre de 2003 arrojó un aumento tanto de los préstamos en pesos como en dólares. En esta incipiente recuperación influyeron los cambios definidos por el BCRA en las regulaciones sobre garantías y clasificación de deudores, a efectos de facilitar el acceso al crédito de empresas con balances que revelan el impacto de la crisis económica de los últimos años, pero con buenas perspectivas en sus negocios –ya que la mayor parte de las empresas argentinas tienen enormes baches en sus balances que no los hacen sujetos pasibles de créditos. Esta evolución del mercado crediticio debe interpretarse en el marco de una escasa demanda de créditos y de una insignificante oferta de préstamos por parte de las entidades financieras.

Gracias al gradual aumento del empleo, a la paulatina recomposición salarial, y a la mayor estabilidad laboral, las líneas destinadas al consumo han sido las que han experimentado el mayor aumento en monto (4%) seguidos por los préstamos personales (3,3%). Si bien las tasas de interés para estos créditos han disminuido en forma significativa a lo largo del año, son aún elevadas en relación con las tasas pasivas, lo que dificulta su recuperación. En esta misma línea, las financiaciones mediante tarjetas de crédito, experimentaron un aumento de (4,6%), explicado en parte por la amplia difusión de promociones realizadas sobre compras en cuotas sin interés. No obstante, los préstamos para la compra de automóviles y maquinarias mostraron han venido experimentando variaciones positivas. En este comportamiento influyen el incremento de las ventas de automotores que habrían alcanzado en mayo su nivel más alto desde 2000 y las mayores ventas de maquinaria agrícola que está

acompañando el crecimiento del sector. En el caso de los préstamos hipotecarios, las amortizaciones y prepago continúan superando a las nuevas financiaciones, por lo que la disminución todavía continua. Una caída similar a las de los primeros meses del año pero bastante inferior a las del año anterior.

Debido a la pesificación, al corralito y a las altísimas tasas de interés, que llegaron a estar en torno al 50% a principios de 2003, la recuperación de los depósitos en pesos se produjo en pasos muy acelerados. Sin embargo, con la eliminación total de las restricciones, la baja en la tasa de interés –por la agresiva política monetaria– y el alargamiento del plazo mínimo de colocación –se subió de 7 días a 30 días–, los depósitos a plazo en moneda local comenzaron a disminuir (-15%). Por el contrario, los depósitos a la vista (de liquidez inmediata) y los depósitos a plazo en dólares siguieron recuperándose (115%). Estos últimos posiblemente por la importante disminución en la tasa de interés en pesos, que a pesar de la estabilidad en el tipo de cambio, disminuye el incentivo para que los agentes mantengan sus ahorros en pesos, y lleva a que se vuelquen por los mucho más seguros dólares. De todas maneras, los depósitos en moneda extranjera se encuentran reducidos a un nivel mínimo.

Con todo los depósitos totales del sistema financiero aumentaron en 24% en 2003, y lo siguen haciendo durante 2004 a tasas de dos dígitos (17%). No obstante, como este incremento se produce principalmente por depósitos de liquidez inmediata (80%) –hoy representan el 52% de los depósitos totales en moneda local– se mantiene latente la fragilidad e inestabilidad del sistema financiero. Sólo cuando la confianza en el sistema se recupere y los plazos de los depósitos se alarguen podrá despegar el crédito, factor crucial para la consolidación de la actual recuperación.



Fuente: Banco Central de la República Argentina (BCRA)

Por último, en diciembre de 2003, luego de dos años de pérdidas fuertemente significativas los bancos privados arrojaron un resultado positivo que implicó el inicio de una recomposición de las utilidades del sector bancario. El cambio de tendencia observado en la segunda mitad de 2003 hizo que la mejora de la rentabilidad con respecto a 2002 alcanzara a 8,8 puntos porcentuales (la rentabilidad en el cuarto trimestre de 2003 fue 0,6% en

términos del activo neto). La calidad de la cartera de financiaciones al sector privado fue mejorando durante el año. El coeficiente de cartera en mora de los bancos privados disminuyó 6 puntos porcentuales con relación a 2002, con una tendencia a la baja acentuada a fines de año.

La deuda, su reestructuración y el FMI.

Los orígenes: el efecto bola de nieve

El problema de la deuda Argentina es uno de larga data. Sin embargo, más allá de dos cesaciones de pagos en el siglo XIX, durante la primera mitad del siglo pasado se instauró una política de disminución del endeudamiento, llegando a un punto mínimo a finales de la década de los 70's, con tan sólo U\$S 4.000 millones de deuda pública. De allí en más el país experimentó un proceso agudo de incremento en su endeudamiento. El primer salto se dio a principios de la década de los 80's, en pleno período de liberalización financiera, cuando la deuda se incremento en más de 400% para llegar a U\$S 17.000 millones. No obstante, se debe tener presente que el endeudamiento, a diferencia de los anteriores y posteriores, tuvo su origen en el sector privado. En efecto, como sucedió en la mayoría de los países latinoamericanos, ante la abundancia de capitales internacionales a finales de la década de los 70's, los privados se excedieron en la toma de préstamos. Luego, ante el aumento de las tasas de interés internacionales, y ante la imposibilidad que los agentes privados se hicieran cargo de sus compromisos –se produce el primer default moderno argentino– el gobierno, más precisamente el Banco Central, asume los compromisos como propios liberando de la obligación a las instituciones privadas.

Con el advenimiento de la democracia se instaura en Argentina un gobierno de tendencia izquierdista, asumiendo como presidente Raúl Alfonsín, que inicia el período de mayor desorden fiscal de la historia Argentina. En este período, sin lugar a dudas la principal fuente de endeudamiento fueron los importantes déficit fiscales, que no sólo se financiaron con emisión monetaria –lo que derivó en la conocida hiperinflación de finales de la década de los 80's y principios de los 90's– sino que también se recurrió al endeudamiento con instituciones bancarias y organismos multilaterales de crédito (Club de Paris, FMI, etc.). Con la crisis de 1989, que provocó una hiperinflación del orden del 200% mensual en su apogeo y el desabastecimiento, nuevamente el gobierno argentino se vio imposibilitado de hacer frente a sus obligaciones y suspendió el pago de la deuda externa.

Estos acontecimientos condujeron a la renuncia anticipada del entonces presidente, y la asunción de Carlos Menem como presidente, con una deuda a ese momento de U\$S 66.313 millones. Éste inició un importante proceso de reformas: se elevaron los impuestos, se implementó el Plan de Convertibilidad, se realizaron las principales Privatizaciones y se acogió al Plan Brady. De todas maneras, para el año 1999, la deuda pública externa era de U\$S 121.400 millones. En diez años se duplicó. Vemos en el siguiente cuadro, la estructura de dicha deuda:

Evolución de la Deuda Pública 1989-1999 (Valores Nominales—millones de dólares)

Deuda Pública Fin 1989	66.313	100%	Deuda Pública Fin 1999	121.393	100%
Bancos e Inst. Privadas	38.339	57,8%	Bancos e Inst. Privadas	4.545	3,7%
Deudas Bilaterales	1.456	2,2%	Deudas Bilaterales	5.918	4,9%
Proveedores y Otros	3.375	5,1%	Proveedores y Otros	641	0,5%
Deudas Multilaterales	14.250	21,5%	Deudas Multilaterales	20.311	16,7%
Tenedores de Títulos	5.894	8,9%	Tenedores de Títulos Mon.		
Deuda Interna	2.999	4,5%	Extranjeros.	83.588	68,9%
			Tenedores de Títulos \$	6.390	5,3%

Fuente: Ministerio de Economía de la Nación. Argentina

Cabe destacar que el Plan Brady, además de la reducción de capital, permitió tener erogaciones relativamente leves en el rubro de intereses de la deuda durante el período 1993 a 1999, debido al período de gracia de muchos bonos renegociados. Respecto del proceso de privatizaciones, podemos afirmar que generó ingresos al estado equivalente a 30.700 millones de dólares, 15.300 millones en efectivo y 15.400 millones en títulos de la deuda pública.

Con el gobierno radical de Fernando De la Rúa no cambia la estrategia utilizada en la década del 90's y recibe en diciembre de 2000 un paquete de ayuda por U\$S 40.000 millones por parte del FMI. Sin conseguir sacar a la Argentina de la recesión, se suceden los ministros de economía, hasta que nuevamente toma el cargo Domingo Cavallo.

Entre las primeras medidas que toma el flamante ministro se encuentra el canje o reestructuración total de la deuda, que sin embargo no llegó a concluirse. Este canje, un reconocimiento anticipado que le deuda no era sostenible, incluía dos etapas. En la primera se canjearían los bonos de deuda pública en manos de tenedores locales de títulos por otros de mayor plazo, en tanto que en el segundo se haría para los tenedores extranjeros de títulos. La primera etapa se concluye exitosamente, con ofertas que exceden los U\$S 50.000 millones. Estos títulos son los que en adelante se llamaron garantizados, y recibieron un trato especial por parte de las autoridades.

Es importante recalcar en este punto que no toda la deuda externa es en realidad "externa", ya que esta denominación cabe para todas las emisiones de deuda en monedas diferentes al peso. Por ello, gran parte de la deuda "externa" se encontraba en realidad en manos de inversores institucionales argentinos y de los bancos, que se encontraron dispuesto a aceptar la reestructuración de manera anticipada ante la eventualidad de pérdidas mayores posteriormente.

El default

Con la caída del gobierno toma el mando del país fugazmente Rodríguez Saa, tan sólo por una semana, cuya principal medida fue la declaración del default. Con la particularidad que éste no abarcaba toda la deuda soberana, sino que sólo aquella que se encontraba en manos de tenedores privados y que no se encontraba garantizada, i.e., se seguiría pagando la deuda recientemente reestructurada. Al declararse en default en diciembre de 2001, la Argentina protagonizaba la mayor cesación de pagos soberana de la historia. Sin embargo, cuando

asume Eduardo Duhalde, electo por el Congreso para completar los dos años que le restaban a De la Rúa, devalúa el peso desde \$1 a \$1,4 por dólar para las transacciones de comercio exterior, y lo deja fluctuar para las demás operaciones. Adicionalmente, se pesifican los depósitos en dólares en los bancos (no así sus activos) y la deuda con los privados que no había sido alcanzada por el default. Mediante la pesificación se reconoce \$1,4 por cada dólar de deuda, reajustándose este valor por el CER (la UF trasandina).

El estilo K y el acuerdo con el FMI

Cuando Néstor Kirchner asume la Presidencia la economía ya se encontraba en proceso de recuperación. Sin embargo, los mayores obstáculos que enfrenta el país se encuentran irresueltos, el más inmediato acuerdo con el FMI –Duhalde sólo había logrado un acuerdo transitorio– y el problema fundamental de la deuda.

En estas negociaciones se empezó a traslucir el estilo de negociación del actual presidente argentino, que con el tiempo recibió el calificativo de *estilo K*. Este estilo se basa en mantener posturas extremas y muy firmes en las negociaciones. En lo posible, sin aflojar un milímetro en la postura inicial. Adicionalmente, hace pública su postura antes de las negociaciones, comprometiéndose aún más con la palabra empeñada. Esto lo limita posteriormente en sus posibilidades de negociación, ya que el desandar el camino si ha cometido un error, conlleva importantes costos políticos. Esto no sólo por lo demostrado en el poco tiempo que lleva a cargo del ejecutivo, sino que también por los antecedentes en los 12 años que fue gobernador en la provincia de Santa Cruz. Allí, apenas comenzado su mandato redujo los sueldos de la administración provincial en 15% con la promesa que cuando las cuentas se encontraran equilibradas devolvería el monto de la reducción, lo cual efectivamente realizó dos años después. Tal como sucede actualmente, en sus comienzos como gobernador tuvo importantes choques con el empresariado local. Sin embargo, luego de haber zanjado las diferencias, estos últimos recalcan, además de su dureza como negociador, el cumplimiento de los acuerdos a los que se llegaron.

De todas maneras, el presidente Kirchner, siempre teniendo en cuenta su mandato como gobernador, adolece de la mayoría de los “vicios” que acompañaron a sus antecesores. Prueba de esto es que habría reformado la constitución de su provincia para poder ser reelegido de manera indefinida, habría nombrado una corte suprema de justicia compuesta íntegramente por jueces que respondían a sus designios, y más importante aún, sobredimensionó la influencia de la actividad pública en la provincia. En el orbe del gobierno federal, esto se ha traducido en una alta cantidad de decretos firmados –inclusive más que Menem– esquivando, cuando es posible, las potestades del poder legislativo. Adicionalmente, su diálogo con los sectores de la oposición ha sido poco más nulo, y sólo se reduce a ataques cruzados. Aunque en un principio su estilo no significaba mayores costos, su reciente pelea con el ex presidente Duhalde lo ha dejado sin mayoría propia en el congreso.

Lo arriesgado de su estilo quedó de manifiesto en el primer acuerdo con el FMI. Se llegó a éste tras casi un año de arduas negociaciones. El peak de tensión fue en septiembre de 2003, cuando el país no pagó al organismo un vencimiento de U\$S 2.900 millones, lo que representó el default más grande en la historia del organismo. Pero al día siguiente las

partes anunciaron un acuerdo que el directorio del Fondo aprobó formalmente unos días después. Argentina canceló su vencimiento –que representaba el 21 % de las reservas del Banco Central de U\$S 13.762 millones- y el FMI le reintegró la mayor parte del monto pocos días después.

El acuerdo entre la Argentina y el FMI permite refinanciar vencimientos de deuda entre septiembre de 2003 y el mismo mes de 2006 por un monto total de U\$S 21.610 millones. Esta suma incluye obligaciones por 12.500 millones con el FMI, U\$S 5.622 con el Banco Mundial y el BID y U\$S 3.488 correspondientes al Club de París y Créditos bilaterales garantizados.

Si se analiza dicho acuerdo, se encuentra que los requisitos a cumplir por Argentina son mucho más blandos que los exigidos a otros países. El gobierno se comprometió a un superávit primario de 3% del PBI en 2004, sin que se fijara una cifra para los dos años siguientes. La meta de Brasil es 4,25% para 2003; la de Ecuador, 5%. Argentina pagará intereses de su deuda con el FMI que ascienden a unos U\$S 2.100 millones hasta 2006 y no recibirá fondos frescos. Otros de los puntos del convenio son: la reforma impositiva y de la coparticipación federal, la adopción de un régimen de metas de inflación para la política monetaria, la compensación a los bancos por la pesificación asimétrica, el fortalecimiento de la banca pública y la aprobación de una ley que autoriza al ejecutivo a renegociar contratos con las empresas de servicios públicos. Todos estos compromisos de carácter cualitativo, son actualmente los de más difícil cumplimiento. Sobre este punto se volverá más adelante.

La “re-no-negociación” de la deuda

Pues bien, ¿cuál es la propuesta Argentina en la renegociación de la deuda? La idea inicial del gobierno era conseguir una reducción en el capital adeudado de 75%, además de no responder por los intereses impagos desde el default. En la práctica esto significaba una reducción de ¡92%! en el valor presente de la deuda. Bajo estas condiciones la palabra “renegociación” pierde su significado, y probablemente “re-no-negociación” describa mejor el diálogo entre las partes involucradas. Sin embargo, luego de seis meses de fuertes presiones por parte de la oficina del tesoro de los EE.UU. y del FMI –quien se negaba a renovar el acuerdo– el gobierno argentino abandonó su tozuda posición inicial y contraofertó una reducción de 75% en el valor presente de la deuda, lo que equivale a un recorte de U\$S 61.000 millones y una reducción en el capital nominal de 58%. Si bien ahora se reconocen partes de los intereses en mora, todavía la nueva oferta se encuentra muy lejos, al menos en apariencia, de satisfacer las pretensiones de los acreedores. En la página siguiente se presenta una estimación del stock de deuda pública a fines de 2003. Como se ve en el cuadro, la deuda a reestructurar representa el 57,6% de la deuda pública total.

Para que la nueva oferta se concrete, debe ser aceptada por al menos el 66% de los acreedores –según se acordó con el FMI en la última revisión de metas. Este porcentaje de aceptación es muy bajo comparado con otros acuerdos de deuda en default, y marca claramente lo difícil que puede ser llegar al mismo. Para los acreedores más reacios Argentina ha ofertado un bono vinculado al crecimiento. Este bono no bajaría de valor si la economía crece poco, pero si aumentaría los intereses a pagar si la economía crece por

sobre el 3%⁴. Un último punto a considerar es que se ofrecen bonos en moneda local, indexados por inflación. Estos instrumentos son novedosos en las emisiones de deuda Argentina, y tienen como objetivo fundamental las AFJP (Fondos de Pensión). Esto, ya que dichas instituciones son las principales tenedoras de deuda Argentina. Si aceptarían, lo que en la práctica se haría es pesificar sus deudas, tal como se hizo con las deudas garantizadas al momento del default. La oferta resulta atractiva para las AFJP ya que tienen sus pasivos pesificados y significaría una reducción inicial de sólo 40% en la deuda en su poder. Además, y teniendo en cuenta que el tipo de cambio se encuentra altamente depreciado, se espera que el mismo se aprecie en el mediano plazo, con lo que el valor en dólares debiera ir *in crescendo*. Así, si las AFJP aceptarían la nueva oferta, lo cual es muy probable, se partiría de un porcentaje de aceptación razonable⁵.

Estimación del stock de deuda pública a fines de 2003 (millones de dólares)

Tipo de deuda	Monto de Capital	PDI (intereses)	TOTAL	%
DEUDA A REESTRUCTURAR				
Deuda Elegible (bonos)*	81.200	18.200	99.400	53,6%
Bilaterales	4.900	400	5.300	2,9%
Bancos Comerciales	1.600	100	1.800	1,0%
Otros acreedores	300	0	300	0,2%
Subtotal	88.000	18.700	106.800	57,6%
DEUDA EXCLUIDA				
Préstamos garantizados nacionales	14.600	0	14.600	7,9%
Bono provincial garantizado	10.000	0	10.000	5,4%
BODENs	20.600	0	20.600	11,1%
Organismos Internacionales	30.800	0	30.800	16,6%
Otros	2.500	0	2.500	1,4%
Subtotal	78.500	0	78.500	42,4%
TOTAL	166.500	18.700	185.300	100,00%

Fuente: Ministerio de Economía: "Reunión de los Grupos de Trabajo Consultivos".

Sacando punta al lápiz: la sustentabilidad de la deuda

Si se logrará el acuerdo con la última oferta realizada por el gobierno argentino ¿podría éste hacer frente a sus compromisos? O lo que es lo mismo ¿es sostenible la deuda Argentina en el largo plazo? La respuesta a estas interrogantes parece no estar dilucidada aun. En un

⁴ Se debe tener presente que este bono en dólares en realidad actuaría como un seguro de cambio, ya que mientras más rápido crezca la economía, es de esperar que el tipo de cambio real se encuentre más bajo, posibilitando así que dada una cantidad de pesos, se pueda hacer frente a mayores pagos en dólares u otra moneda extranjera.

⁵ Es importante mencionar también, que a los efectos contables en el presente las AFJP tienen valuados los bonos en default como si se hubieran pesificados en enero de 2002. Por lo tanto, de aceptar la oferta no se alterarían sus balances. Por el contrario, si no aceptarían debería asumir la pérdida inicial lo que podría implicar la quiebra de las instituciones y/o la fuga de sus afiliados a aquellas que se acogieron a la pesificación de un primer momento.

reciente estudio, el Centro de Estudios Bonaerenses (CEB) planteó sus dudas acerca de la sustentabilidad de mediano y largo plazo que presenta el programa de reestructuración de la deuda en default propuesta por el Gobierno. En su informe, el CEB afirmó que el nivel de superávit primario necesario para hacer frente a los vencimientos sobre el total de la deuda Argentina es superior al comprometido por el Gobierno, que este año prometió ahorrar un 3% sumando los niveles nacional y provincial.

Se estima que el stock de deuda registrado a fines de 2003 por todo concepto –capital e intereses devengados impagos– había alcanzado los U\$S 185.300 millones. Así, el stock final de deuda que presentaría la Argentina después de haber logrado un canje exitoso podría oscilar entre U\$S 119.000 millones y U\$S 123.000 millones. En consecuencia de cumplirse los cálculos oficiales, el bono atado al crecimiento podría llegar a implicar desembolsos anuales por más de U\$S 2000 millones. Por ello, en los primeros años sería necesario un nivel de superávit primario mayor al comprometido desde el Gobierno – cercano al 4,5%–, a pesar de estar suponiendo que el nivel de crecimiento de la economía será alto y que la reestructuración de la deuda en cesación de pagos se efectúa exitosamente. Por lo tanto surge como imperiosa la necesidad de mantener un alto nivel de crecimiento y una pronta reapertura de los mercados de capitales que permitan la refinanciación de los pasivos. Si alguno de estos dos hechos no se concretan, la Argentina volvería a enfrentar una coyuntura crítica en materia financiera en los años venideros.

A lo anterior se le suma que el superávit actual ya sería insuficiente para hacer frente a los compromisos de la deuda que en el presente no está en default a partir de 2005. En este punto juega un rol protagónico la deuda emitida post devaluación y que sirvió para compensar a los bancos por la pesificación asimétrica. De este modo, aunque no se llegará a un acuerdo con los acreedores externos, de todas maneras en el próximo año la Argentina debiera estar en condiciones de acceder nuevamente a los mercados financieros para hacer frente sus compromisos, a riesgo de resignar su lucha contra la inflación.

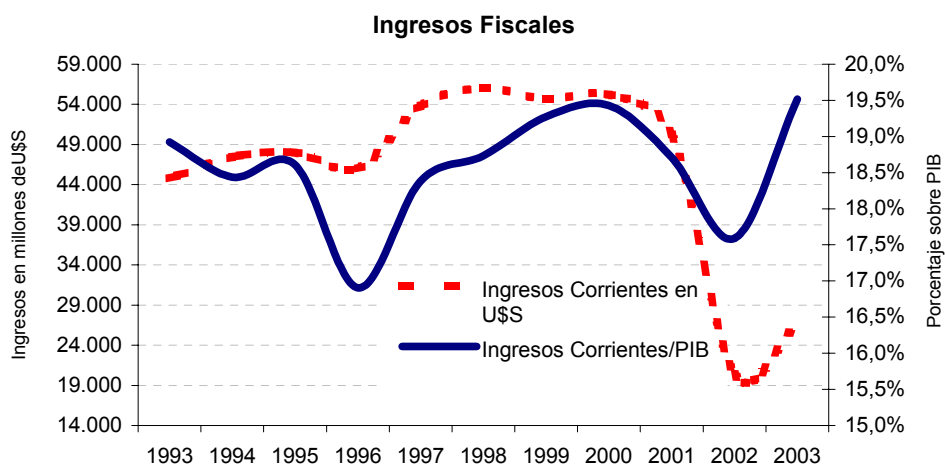
El sector público

Dada la adopción de un sistema federal de gobierno, cuando se analiza el sector público argentino hay que tener en cuenta no sólo el desempeño del gobierno central, sino que también el de las provincias. Esto, ya que cerca de la mitad de los ingresos que recauda el estado nacional los transfiere de manera automática a las provincias, pudiendo estas últimas gastar esos fondos si ningún tipo de control por parte del gobierno federal. Este tipo de organización cobra importancia al considerarse que gran parte del déficit fiscal consolidado es causado por los gobiernos provinciales. De hecho, en la actualidad el Gobierno Nacional ostenta un importante superávit, mientras que las provincias mantienen sus cuentas en rojo.

Una las exigencias del FMI plasmadas en el último acuerdo, es precisamente la elaboración de una nueva ley de coparticipación de impuestos. La nueva ley, entre otras cosas, busca transferir mayores responsabilidades a las provincias, ya que en la actualidad las provincias sólo recaudan en promedio el 20% de lo que gastan. Esta brecha entre el costo que significa recaudar, que lo soporta el gobierno federal, y el beneficio de gastar, que les es atribuido a las provincias, produce el exceso de gasto que se ha observado hasta el momento.

Además, debe tenerse en consideración, que en el presente, por cada peso en que aumenta la presión impositiva, el gobierno federal sólo recibe \$0,5, teniendo que duplicar su esfuerzo recaudatorio para cubrir las brechas en el presupuesto. De hecho, la peculiaridad del sistema ha llevado al gobierno argentino a crear impuestos que no son coparticipables, es decir, que el estado recibe todo lo que recauda, pero que al mismo tiempo son altamente ineficientes. Es el caso del impuesto a los cheques y las retenciones a las exportaciones. El primero obstaculiza el normal desempeño de un sector que ya se encuentra duramente golpeado, en tanto que el segundo, resta incentivos al desarrollo del sector exportador, el cual debería ser el eje de un crecimiento sostenible.

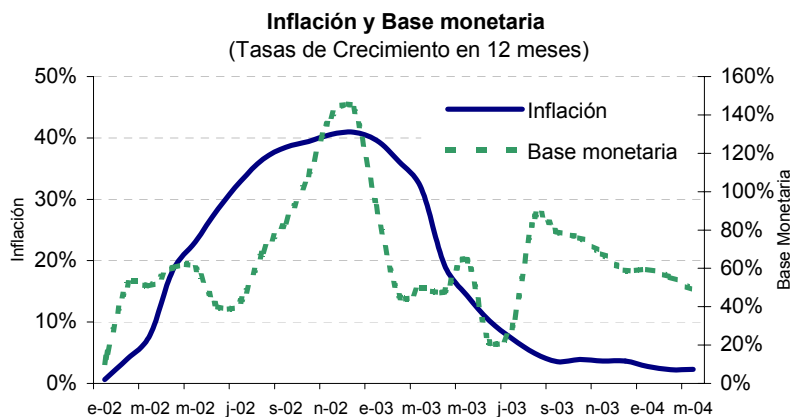
El esquema antes mencionado, más la elevada evasión fiscal, ha concluido en que a la fecha la presión tributaria se encuentre en el nivel más alto de la historia, llegando al 21% del PIB. Por supuesto que lo anterior se ha traducido en un importante superávit fiscal, que solamente en el mes de mayo del presente año superó los U\$S 1.000 millones. Sin embargo, y tal como se establece en el acuerdo arribado con el FMI, dos de los impuestos responsables de la importante recaudación deberían desaparecer. El impuesto a los cheques en el transcurso de este año –de hecho ya empezó a bajar–, y las retenciones a las exportaciones, durante el próximo.



Fuente: Ministerio de Economía. Argentina.

Inflación y política monetaria

Como era previsible, al mes de abandonada la convertibilidad por Argentina y como consecuencia del cierre de los mercados de créditos, la deprimida recaudación de impuestos y la abundante asistencia a los bancos en problemas, la base monetaria empezó a crecer de manera descontrolada. Para septiembre de 2003 ya se encontraba creciendo a un ritmo de 140% anual. En este contexto, la inflación no se hizo esperar, trepando al 40% en doce meses, con un peak de 10% en mayo de 2002. Esto llevó a la autoridad monetaria a detener la ayuda financiera a los bancos, lo que a su turno disminuyó también la inflación.



Fuente: BCRA e INDEC.

El acuerdo firmado con el FMI en septiembre de 2003, contiene un conjunto de compromisos adicionales a los ya mencionados. En términos de política monetaria, prevé la transición hacia un régimen de metas de inflación (tal como el que tiene Chile hoy) que deberá estar vigente a fines de 2004. Se han previsto, asimismo, reformas estructurales para el sistema financiero relacionadas, fundamentalmente, con el fortalecimiento del sistema bancario.

El acuerdo también ha establecido metas cuantitativas que incluyen criterios de desempeño exigibles o indicativos. La autoridad monetaria debe cumplir con tres metas cuantitativas de periodicidad bimestral para 2003, y trimestral para 2004. Las metas exigibles se refieren a cumplir con un monto mínimo de Reservas Internacionales netas y un monto máximo de Activos Internos (en general títulos públicos). En tanto, la indicativa se refiere a un sendero para la evolución de la base monetaria.

De todas maneras la base monetaria se ha venido expandiendo a un ritmo acelerado en los últimos meses, lo que ha reforzado el temor de algunos analistas respecto a un posible rebrote inflacionario. Se debe tener presente que luego de la crisis, Argentina se encontraba desmonetizada (la relación circulante a PIB bajo a la mitad de su nivel pre-crisis), por lo que al menos por un tiempo la alta emisión y la baja inflación son perfectamente compatibles. Además, se debe tener en cuenta que hasta el momento las metas monetarias acordadas con el FMI se han sobre-cumplido. Con un incremento de la base monetaria de \$ 9.827 millones para todo el año, el sobre-cumplimiento de la meta correspondiente acordada con el FMI fue de \$ 878 millones. El aumento de los activos internos netos, por su parte, fue inferior a la meta en \$ 6.396 millones. Por último, contrariamente a lo ocurrido en 2002, el crecimiento de la base monetaria resultó, exclusivamente, del superávit externo del sector privado en virtud de la mejora de la situación fiscal y del fortalecimiento del sistema financiero, es decir, no hubo emisión no respaldada de dinero que es la que conlleva mayores riesgos inflacionarios.

Resumen y perspectivas

Tras haber alcanzado un crecimiento inusitado de 10,5% anual en el primer trimestre de 2004, muchos analistas argentinos consideran que la actividad económica se desaceleró o ingresó en una meseta que podría prolongarse hasta fin de año. En esta dirección apunta la caída de la actividad en abril, la primera desde la crisis, si bien en mayo la economía volvería a crecer, como lo demuestran algunos indicadores parciales. Y que en éste y el próximo trimestre, el ritmo de crecimiento será menor y podría anularse si la crisis energética fuese mayor a la que se estima hoy, o si se producen cambios bruscos en el escenario internacional, en especial en Brasil.

Variable	2004	2004	2005
	Trim. 1	Anual	Anual
PBI a precios ctes., var. interanual (%)	8,4	6,5	4,5
PBI a precios corrientes, en millones de US\$	--	150.107	165.441
Consumo total a precios ctes., var. interanual (%)	8,5	6,6	4,5
Inversión bruta interna fija a precios ctes. (%)	28,5	20	10
Saldo de cta. cte. del balance de pagos (mill. dls)	--	5.200	4.220
Recaudación tributaria nacional, millones de pesos (millones de US\$)	--	30.000	32.500
Resultado prim. del sector público nac. no financ. (millones de US\$)	--	4.133	4.679
Reservas internac., fin del periodo, millones de US\$	14.911	16.960	18.571

Por el fuerte repunte del año pasado y del primer trimestre de 2004, si entre abril y diciembre la actividad económica se mantuviera sin cambios, en promedio este año la Argentina crecería más del 5%. Por eso, el 6,5% promedio que prevén para 2004 los analistas privados, según surge del Relevamiento de Expectativas (REM) que monitorea el Banco Central argentino, se debe a que estiman un menor crecimiento para lo que resta del año. Para 2005, esos mismos analistas prevén un crecimiento promedio del 4,9%.

El factor que más incide en la desaceleración de la actividad económica en el corto plazo tiene su origen en el plano doméstico. En particular, la crisis energética podría tener un impacto no menor sobre la evolución de la producción industrial, sector que fue desde comienzos de la recuperación uno de los ejes de la recuperación. De hecho, es probable que la caída de la actividad en abril, este reflejando que el desabastecimiento de gas se hizo sentir en la economía real antes de lo previsto. Si bien, en la menor actividad industrial influyeron otros factores, como la postergación de la paradas técnicas en ciertas industrias

que, generalmente, las realizan durante el primer trimestre y la menor cantidad de días laborables efectivos por los feriados de semana santa.

De todas maneras, el escenario en el mediano se vislumbra un tanto más complejo en la medida que las industrias alcancen sus límites de capacidad. Si bien es cierto que en la actualidad existe una considerable capacidad ociosa, esto sólo sucede si se observa el número en promedio. Cuando se desagrega el indicador, se observa que de hecho aquellas industrias que más se vieron favorecidas por la devaluación de la moneda ya habrían encontrado su límite de capacidad, mientras que aquellas que no muestran signos de recuperación son las que aportan la capacidad ociosa. Un caso especial es la industria automotriz, que en el presente sólo produce a un 30% de su capacidad. Ello, porque fue uno de los sectores que más demoró en reactivarse –como consecuencia de que produce un bien de carácter durable que depende significativamente de las expectativas de largo plazo. A esto se suma, que en muchas ramas industriales, la restricción no se encuentra tanto en el tamaño de la planta, sino que más bien en la escasez de mano obra calificada.

Por último, en lo que concierne al plano interno, la sustentabilidad del crecimiento depende crucialmente de la recuperación del sistema financiero. Mientras este se encuentre sometido a la alta vulnerabilidad que presenta hoy, difícilmente la economía pueda entrar en una senda de crecimiento sostenible –hoy la economía Argentina funciona a efectivo. A no ser, que la reestructuración de la deuda sea exitosa y los capitales externos vuelvan rápidamente, escenario que se avizora menos probable.

En lo referente al contexto internacional, la baja de los precios internacionales de los productos que la Argentina exporta, en especial la soja, ya tiene su impacto en el comercio exterior. Si bien esos precios todavía son superiores a los del período 1999-2001, le están restando a la Argentina una importante "ganancia de intercambio" y vía retenciones, ingresos extras al Fisco. Adicionalmente, para Argentina una aumento de la tasa de interés internacional de cierta importancia y que indique un cambio de tendencia no es una buena noticia. Pese a que virtualmente no tiene acceso al mercado internacional de capitales, inevitablemente influirá sobre la negociación de la deuda en default y puede desalentar el atractivo a realizar inversiones de riesgo en el mercado trasandino. Otro efecto importante para la Argentina sería de tipo indirecto, ya que rebotarían hacia la baja los precios de los commodities. Por último, los efectos perversos sobre la economía brasilera que sufriría tanto por la caída en las commodities como por el aumento generalizado de tasas y la salida de capitales hacia mercados más atractivos. Este último es un dato crucial para un país como Brasil, con alta deuda externa y necesidad permanente de inversiones para cubrir su brecha de balance de pagos. La Argentina resultaría afectada, entonces, por un mayor desequilibrio comercial entre ambos países y por reducción en la cartera de inversiones dirigidas al Mercosur.