

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**  
**INSTITUTO DE INVESTIGACIONES DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA (PYME)****Boletín Pyme N° 97 - Año 8****- Noviembre de 2008 -****Editorial****La crisis financiera internacional**

Existe una suerte de saturación de opiniones y explicaciones acerca de la causa de la crisis actual de los mercados financieros. No nos extenderemos en ello dado que ya constituye un dato, una situación inevitable, externa, pero que como consecuencia de la globalización actual, expande sus efectos por todo el mundo.

Entendemos sí, pertinente, intentar analizar las posibles consecuencias en nuestra economía y la extensión o duración de las mismas.

El impacto en los mercados financieros tiene un doble efecto: la desaparición del crédito y el nacimiento de una profunda desconfianza y un acentuado temor hacia el futuro, que opera aún en aquellos individuos cuyos activos, funciones y actividades nada tienen que ver con el mundo financiero.

El dinero, el crédito, las finanzas pueden semejarse tanto al combustible como al lubricante de la maquinaria económica. La economía real (producción y transacción de bienes y servicios) necesita de plazos para obtener, producir y comercializar los mismos; esos plazos significan dinero para compras, evolución, capital de trabajo y financiación ventas. Este es el aspecto vinculante entre la economía real y la burbuja financiera que ha explotado en el mundo.

Según un reciente trabajo de Jeffrey Sachs<sup>1</sup> la economía real del mundo alcanza un valor de 50 millones de millones de dólares (es decir "billones" según nosotros) mientras las transacciones monetarias, cambiarias y financieras del mundo alcanzaban a 300 billones (es decir seis veces más), casi todas con una referencia, en el límite, a la economía real pero en la práctica totalmente desvinculadas de la misma por el juego de futuros y derivados financieros, esencialmente movidos por los llamados "bancos de inversión" que fueron los primeros que entraron en crisis. La decisión política del gobierno de Bush de dejar caer el principal y más antiguo banco de inversión (Lehman Brothers, casualmente el inventor del plus de tasas a cobrar a países emergentes en concepto de "riesgo país") precipitó la crisis actual.

El origen estadounidense del fenómeno, unido a la circunstancia política de estar a días de un recambio presidencial en ese país (sumado a la circunstancia de que la entrega de poder se demora tres meses más) sumió al mundo financiero en un estado de pánico. Sabemos que no hay nada más cobarde que el capital financiero.

La banca comercial, en principio, no resultó afectada, pero el temor de la gente ocasionó retiros y obligó a los campeones del liberalismo a adoptar medidas de corte "socialista" como la nacionalización de entidades bancarias para salvar el sistema.

Sin embargo, el reflejo de la burbuja financiera (y su escalón inicial) son las Bolsas de Valores, las que rápidamente reflejaron el pánico generalizado de los inversores. La caída de los índices de las principales Bolsas estaría llevando a subvaluar rápidamente el valor de empresas que actúan en la economía real.

La caída del crédito en forma generalizada condujo velozmente a una desaceleración de las transacciones y a una abominación de los riesgos (y de los inventarios) conduciendo a una exagerada "preferencia por la liquidez" provocando "liquidaciones" que conducen a bajas generalizadas de precios de productos reales (como el petróleo, metales y otras commodities).

Sin embargo, frente a esta fotografía actual podemos hacer algunas reflexiones:

---

<sup>1</sup> Economía para un planeta abarrotado, Buenos Aires, Sudamericana, 2008.

- a.- Los efectos en Estados Unidos deberían durar hasta la asunción del nuevo Gobierno y el establecimiento de un programa de recuperación de la economía (no del sector financiero o de los "cretinos" como los denominan allí).
- b.- La economía real debe seguir funcionando y los países que se encuentran parcialmente al margen del fenómeno financiero deben seguir funcionando también y, en lo posible, seguir creciendo aunque los efectos de la financiación y las posibilidades de consumo mundiales disminuyan la velocidad de este ciclo (vg. China, India y otros del Sudeste Asiático).
- c.- Los precios de esos productos pueden caer actualmente como consecuencia del pánico, de la disminución de stocks, de la falta de financiación, pero aquellos países volverán rápidamente a ser demandantes de productos primarios (por ejemplo, de la soja de Brasil y Argentina, y del cobre de Chile).

En el ámbito nacional, sin duda habrá consecuencias de los fenómenos mundiales. Los compradores tratarán de que se extienda el plazo de precios "bajos" de las commodities, pero entendemos que eso no puede durar.

Los problemas de la economía estadounidense y su retracción de demanda nos afecta directamente en escasa medida por cuanto las exportaciones argentinas a EE.UU. son solo el 8% de nuestros envíos.

De todos modos, los menores precios internacionales y las dificultades actuales para hacer más fluido el intercambio afectarán las colocaciones de nuestros productos y pueden incluso disminuir el flujo de ingresos del comercio internacional en el corto plazo.

El reflejo de la tendencia y la incertidumbre acerca del tipo de cambio hará igualmente disminuir en forma inicial el flujo de importaciones que pudieran parecer alentadas por un tipo de cambio favorable (por ejemplo, productos de Brasil) ya que las ventas en el mercado interno ya han sido afectadas por la incertidumbre (como ha ocurrido con las ventas del Día de la Madre).

La caída de actividad local, sumada a los menores precios y una posible ligeramente inferior cosecha, pueden influir en una menor recaudación fiscal, lo que obligará a cambios de política en ese sentido; algunos de esos cambios sin duda serán:

- a.- disminución de subsidios al transporte, reemplazando los mismos con autorizaciones de aumentos de boletos
- b.- disminución de subsidios a la energía, con posibles aumentos de la electricidad de casas de familia (y de la industria)
- c.- disminución de subsidios al gas, con el aumento del consumo domiciliario de aquellos conectados a la red.

Si paralelamente asistimos a un proceso de racional comportamiento sindical (privilegiar el mantenimiento de las fuentes de trabajo antes que pedir aumentos) los tres elementos citados significan una disminución de poder de compra del ciudadano medio, que se reflejará en una caída de la actividad, lo que influirá en el flanco fiscal en menor recaudación de IVA que la esperada.

Sin embargo, entendemos que la no-dependencia extrema de flujos de fondos del exterior y el carácter pasajero de la baja de los precios de las commodities permitirán igual que la Argentina crezca moderadamente en 2009, aunque quizás sin alcanzar los objetivos establecidos en el presupuesto.

Dado que la base del funcionamiento económico del Gobierno se apoya en el mantenimiento del doble superávit (fiscal y comercial) se impondrá una gran disciplina en el gasto público que posiblemente afecte la inversión pública y en que los mayores esfuerzos no se dirijan a controlar la inflación (que por lo expresado mantendrá una tendencia declinante) sino a seguir con una fina sintonía el mercado de cambios a efectos de evitar corridas especulativas, alentar exportaciones y acumular reservas.

Horacio A. Irigoyen  
*Director Instituto de Investigación Pyme*

Jorge R. Lemos  
*Decano Ciencias Económicas y Empresariales*

## Análisis de coyuntura

A pesar de los acontecimientos que aquejan la economía mundial, y de nuestros vaticinios acerca de la convergencia de importaciones y exportaciones en un futuro no muy lejano, el comportamiento del sector externo aún no ratifica esas expectativas. El superávit comercial en septiembre (*últimos datos oficiales disponibles*) muestra que, por el contrario, duplicó el registrado un año atrás. Según los últimos datos del INDEC llegó en ese mes a U\$S 1.669 millones, casi duplicando (*95% más*) la cifra de septiembre de 2007.

En tal sentido las exportaciones, tomando ventaja de los relativamente superiores precios de las commodities fueron un motor fundamental; alcanzaron U\$S 6.980 millones con un aumento del 45%, en tanto las importaciones registraron un menor aumento (34%) llegando a U\$S 5.311 millones.

Analizando el comportamiento de ese aumento de exportaciones observamos que el 71% corresponde a mayores precios que un año atrás. Asimismo resulta llamativo que las exportaciones de productos primarios registren una disminución interanual del 10% que puede obedecer a agotamiento de stocks o a una cierta reticencia a vender a los precios de ese momento. En cuanto a los volúmenes el crecimiento fue de solamente un 5%. Las ventas de manufacturas agroindustriales y de combustible y energía decrecieron un 5% y un 18%, respectivamente.

El crecimiento de las importaciones supera porcentualmente el registrado el mes anterior aunque igualmente evidencia una cierta caída en la tendencia observada a comienzos de este año, ya que el promedio hasta agosto era del 40%. Los productos que registraron menor crecimiento fueron los bienes de capital (23%) destacándose los teléfonos celulares y aviones (*ambos productos que no compiten con productos nacionales*).

En los primeros nueve meses el saldo comercial positivo llega a los U\$S 10.229 millones (*unos mil millones por debajo del excedente de todo el año anterior*).

De acuerdo con las proyecciones del Gobierno el saldo comercial de 2008 sería de un superávit de U\$S 12.226 millones (*que caería de acuerdo con las mismas estimaciones a unos U\$S 12.000 millones en 2009 en relación con el proyecto de presupuesto en consideración en el Congreso*).

Mientras tanto, la actividad industrial está dando muestras claras de desaceleración en su crecimiento (*el crecimiento global interanual fue del 5.6% septiembre contra septiembre*) en tanto que septiembre 2008 frente al mes anterior fue de 1.5%. De todos modos se observa un comportamiento dispar en los distintos sectores ya que aluminio (39.4%), automotores (24,5%), alimentos (22,8%) y cemento (13.5%) muestra crecimientos interesantes en tanto que textiles (*con una disminución del 14.5% sobre todo en hilados de algodón*), neumáticos (-19.5%), química básica (-8.2%), industria metalmecánica (-3.5%) y petróleo (-0.6%) evidencia una cierta disminución de actividad.

En la alimentación hubo una fuerte suba de producción de carnes blancas (29.6%) y rojas (19%), cayendo yerba mate y té (un 6.5%).

Entre los sectores de mayor evolución podemos citar el tabacalero (22.8%), materiales de construcción (18.1%), bebidas (7.1%), agroquímicos (6.2%) y vidrio (7.5%)

Con un crecimiento de alrededor del 6% interanual el uso de capacidad instalada promedio se ubica en 79.4% (*por encima del 78.4% de septiembre de 2007*). Sin duda que respecto de los productos del sector industrial verán reflejarse a corto plazo lo que ocurra en Brasil (*principal destino con 35%*) y en menor escala con Chile y Estados Unidos. No debemos olvidar que el sector industrial explica alrededor de un 20% del P.B.I. argentino.

Con relación a las perspectivas de acuerdo con una encuesta practicada por el INDEC muchos industriales predicen que un enfriamiento en la economía obligaría a suspender o despedir personal o disminuir la cantidad de horas trabajadas hacia fines de año (*opinión del 11.5% de los encuestados*), mientras otros (*un 9%*) anticipa un posible crecimiento de su actividad y un 79.5% no prevé realizar cambios en sus dotaciones. Con respecto a las exportaciones, un 58.3% no predice mayores cambios en el corto plazo mientras 22.9% afirman que caerán y un 18.8% predice una cierta suba. Sin embargo en encuestas practicadas en el encuentro de IDEA un 60% de los empresarios predice un crecimiento del 4% para el año próximo.

En el caso de la construcción podemos decir que, si bien en septiembre mostró un leve retroceso del 0.2% respecto del mes anterior, igualmente comparado septiembre con el mismo mes del año anterior muestra un crecimiento del 5.7%. En los primeros nueve meses del año la expansión fue de 7.6% con relación al mismo período de 2007, pero es preciso remarcar que muestra una importante desaceleración el último semestre respecto del primer trimestre de este año.

Estas apreciaciones, en momentos en que la UIA golpea las puertas para obtener una fuerte devaluación, estarían mostrando claramente que dicho reclamo corresponde a ciertos intereses particulares y no refleja el sentir global del sector industrial. El tema "*tipo de cambio*" pasa a ser un debate cotidiano y una pulseada de intereses que verían con agrado una disminución de sus costos relativos (*entre ellos el de mano de obra*) por un gran aumento del tipo de cambio nominal. La revaluación del real, por ejemplo, debe probar en el tiempo sus efectos en el intercambio regional, mientras que una súbita y profunda alteración de la paridad originaría una variación importante de los precios relativos en la economía nacional.

Con respecto a la inflación, pareciera ir paulatinamente perdiendo importancia en la consideración global, debido a una cierta convergencia entre las índices oficiales y los elaborados por analistas particulares; en tal sentido (*estos no prevén que octubre muestre un índice que alcance 1%*) resulta evidente que el freno a los alimentos y la tendencia internacional hacia la baja de las commodities están actuando como freno, así como el consumo interno y la emisión monetaria; el único factor que puede distorsionar esta tendencia hacia la baja es el gasto público que sigue creciendo a una tasa de alrededor del 35%. Ciertos productos de consumo como electrodomésticos registran también menores ventas como lo muestran las agresivas promociones de créditos de las empresas del sector. En este sentido se espera que los índices del INDEC muestren alrededor del 0.5% (*con una baja del 0.2% respecto de septiembre*) con lo que nos acercáramos a la aspiración oficial de cerrar el año con una inflación de un dígito; si bien en algunos momentos las estimaciones privadas triplicaban los índices oficiales, la tendencia hacia una disminución de esas diferencias confirma un proceso de desaceleración de lo que constituía un motivo de real preocupación generalizada.

El superávit fiscal primario aumentó un 11% en septiembre respecto del mismo mes de 2007, llegando a \$ 3.532 millones. El acumulado del año alcanza \$ 31.567 millones con lo que se ubica en un 38.5% por encima del mismo período del año 2007.

En el tercer trimestre la salida de divisas llegó a U\$S 5.003 millones; de esta manera lo perdido por el país en los primeros nueve meses del año alcanza a los U\$S 12.236 millones (*sin contabilizar la corrida sobre el dólar de octubre*). Esta cifra incluye lo pagado por el Gobierno en concepto de una amortización del Boden 2012 pero lo preocupante es que la fuga de divisas duplica la del año anterior. Estos datos surgen del balance cambiario del Banco Central. Parte de la explicación la podemos encontrar en la política de la institución que al comienzo del trimestre, para atemperar los efectos de la crisis del campo, se impuso mantener el tipo de cambio en alrededor de \$ 3.04, pero luego, ante la crisis internacional, se vio obligada a convalidar la tendencia regional dejando llegar la cotización a \$ 3.30. El correlato es la disminución de los depósitos a plazo fijo en las instituciones y aún no terminaron los efectos que, en este sentido, puede tener la noticia del proyecto de estatización de los sistemas de jubilación privada.

En este sentido resultan interesantes las noticias de que en los últimos tres años las inversiones argentinas en empresas brasileñas (U\$S 3.000 millones) superaron en el período a las de aquel país, de la mano de los alicientes que suponen ciertas medidas locales y federales (*como los créditos que pone a su disposición el BNDES de ese país*). Es de suponer que no significa "*trasladar huevos de una canasta a otra*" sino de complementar actividades regionalmente que permiten suponer en el mediano plazo un beneficio adicional para nuestro país.

El superávit de la cuenta corriente (*saldo comercial, los servicios – incluido el turismo -*) alcanzó U\$S 4.953 millones, es decir prácticamente igualó la fuga de divisas. Como resumen podemos decir que las reservas del BCRA sumaron en los primeros nueve meses del año U\$S 848 millones (*mientras que el año anterior el incremento había sido de U\$S 10.120 millones*)

Paradójicamente respecto de informes emitidos para el primer semestre del año, los supermercados informaron un crecimiento del 28.9% de sus ventas para septiembre respecto del

mismo mes del año anterior, con un incremento de solamente 0.3% de los precios; debemos mencionar que esta información proviene del INDEC que también afirma que las ventas del mes respecto de agosto superan en un 3.4% respecto de agosto. Analizando sin embargo la Encuesta de Supermercados, la facturación cayó 4.8% frente a agosto.

Como datos adicionales, fuertemente relacionados con la coyuntura internacional y su repercusión en la economía local podemos dar algunos datos que contribuyen a tranquilizar los ánimos y levantar la mirada más allá del día a día.

En primer lugar, debemos reiterar que la economía argentina, pese a que evidentemente resultará afectada en su crecimiento, igualmente seguirá creciendo en 2009 a un ritmo de alrededor del 4% aunque pueda desacelerarse un poco más en el segundo semestre si no se verifica una recuperación global en ese lapso. Para ello nos basamos en ciertos datos ya confirmados:

- La siembra realizada y en curso demuestra que tendremos una cosecha de alrededor de 90 millones de toneladas, en la que la soja será nuevamente el eje ya que se expandió la cosecha y se esperan unos 51 millones de toneladas cosechadas. Si bien el precio actual no es malo (*equivale al de 2007 que no era malo pese al aumento de los insumos*) lo que – con una pequeña mejora de los precios de U\$S 30/40 la tonelada – representará exportaciones por alrededor de U\$S 27.000 millones (*y con ello recursos para el fisco, por retenciones, de unos U\$S 8.500 millones*).
- El sector automotor y la metalmecánica relacionada están directamente asociados a las exportaciones del rubro que representan un 60% de la producción; en tal sentido depende mucho de lo que pase con Brasil que en 2008 tuvo un crecimiento de la demanda del 22% y que prevé que para 2009 será de alrededor del 6% (*habrá que ver cómo se comporta respecto de la selección de modelos*) que igualmente es *crecimiento de la demanda*.
- El tipo de cambio y su influencia como elemento determinante de competitividad de muchos sectores podrían estar efectivamente en torno a los \$ 3.50 y que acompañado de una política monetaria sensata no debería ser motor de crecimiento de la inflación. Pese a los esfuerzos de los últimos días el Banco Central cuenta con reservas de más de U\$S 45.000 millones.
- El mercado interno posiblemente, como decimos con anterioridad, reduzca su presión sobre el mercado, lo que influirá en la disminución de la presión inflacionaria.

Por lo expuesto, de no mediar medidas políticas que sumen mayor incertidumbre, una vez superada la conmoción actual, se debería entrar en una línea de normalidad y prudencia, pero atento a las oportunidades que se presentarán a medida que los países emergentes comiencen a dinamizar la economía mundial y la Argentina profundice su relación con esos mercados.

**Horacio A. Irigoyen**

*Director del Instituto de Investigaciones Pyme*

Se deja constancia de que las opiniones vertidas en los trabajos que se publican son de exclusiva responsabilidad de sus autores.