

# SINOPSIS INTERNACIONAL



*El banco de  
desarrollo de Brasil*

[www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/sinopse\\_intl.asp](http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/sinopse_intl.asp)

## Nº 13 – Abril de 2010

**PUBLICACIÓN SEMESTRAL**

*Equipo: Ana Cláudia Alem, Fabrício Catermol, Rodrigo Madeira, Simone Saisse e Renan Brandão  
Apoyo: Amanda Pinheiro e Felipe Reina*

### 1) PANORAMA MUNDIAL

#### SUMÁRIO

Panorama mundial.....	1
El desempeño de la economía mundial y perspectivas para los próximos años.....	1
Grecia, los PIIGS y el futuro del Euro.....	4
Brasil e los BRIC.....	5
El combate al desempleo.....	8
Las Inversiones externas directas en el mundo.....	10
Tendencias recientes.....	10
Comportamiento durante la crisis.....	11
Box 2.1: las políticas públicas de inversión en el ámbito de la crisis global.....	13
Perspectivas de medio plazo.....	14
Las IED en Brasil.....	14
Comercio exterior brasilero.....	15
Box 3.1: la recuperación de las importaciones de Estados Unidos.....	21
Materia especial: la economía argentina y la controversia reciente sobre el uso de las reservas internacionales.....	22
Introducción.....	22
La economía argentina en 2009.....	23
Reservas argentinas.....	27
Conclusión.....	31

#### El desempeño de la economía mundial y perspectivas para los próximos años

El proceso de recuperación económica mundial aún se encuentra en andamio, pero, de una forma general, sorprendió positivamente los analistas económicos, que revisaron sucesivamente sus perspectivas en dirección a un escenario más optimista. Entretanto, ese proceso no fue uniforme entre las economías nacionales, presentando una diversidad de tasas de crecimiento e indicadores sociales. Los países desarrollados aún presentan indicadores controversios, que no traducen de forma clara una mejora en la confianza de productores y consumidores. En la mayoría de los países en desarrollo, ya se puede notar una tendencia más nítida de recuperación de la actividad económica.

La Sinopsis Internacional es de entera responsabilidad de sus autores y no refleja la posición oficial de BNDES.

Cierre de la edición: 30/04/2010

E-mail: [sinopseinternacional@bndes.gov.br](mailto:sinopseinternacional@bndes.gov.br)

Tel: 55 – 21 – 2172-7369

Para recibir la Sinopsis Internacional directamente en su e-mail, entre en contacto con nosotros:

En la revisión de abril de las proyecciones del FMI, la tasa de crecimiento de la economía mundial en 2010 fue ampliada en 0,3%, pasando para 4,2%. El grupo de países desarrollados debe crecer 2,3%, mientras el grupo de economías en desarrollo deberá crecer 6,3%. Esas divergencias en el ritmo de recuperación económica se deben mantener en los próximos años. (Tabla 1.1)

Tabla 1.1: Tasa de crecimiento anual del PIB real (%)						
	2007	2008	2009	Proyecciones FMI		
				2010	2011	2015
<b>Mundo</b>	5,2	3,0	-0,6	4,2	4,3	4,6
<b>Países Desarrollados</b>	2,8	0,5	-3,2	2,3	2,4	2,3
<b>EUA</b>	2,1	0,4	-2,4	3,1	2,6	2,4
<b>Zona del Euro</b>	2,8	0,6	-4,1	1,0	1,5	1,7
<b>Alemania</b>	2,5	1,2	-5,0	1,2	1,7	1,2
<b>Francia</b>	2,3	0,3	-2,2	1,5	1,8	2,2
<b>Reino Unido</b>	2,6	0,5	-4,9	1,3	2,5	2,5
<b>Japón</b>	2,4	-1,2	-5,2	1,9	2,0	1,7
<b>Corea</b>	5,1	2,3	0,2	4,5	5,0	4,0
<b>Países en Desarrollo</b>	8,3	6,1	2,4	6,3	6,5	6,7
<b>Brasil</b>	6,1	5,1	-0,2	5,5	4,1	4,1
<b>China</b>	13,0	9,6	8,7	10,0	9,9	9,5
<b>India</b>	9,4	7,3	5,7	8,8	8,4	8,1
<b>Rusia</b>	8,1	5,6	-7,9	4,0	3,3	5,0

Fuente: FMI

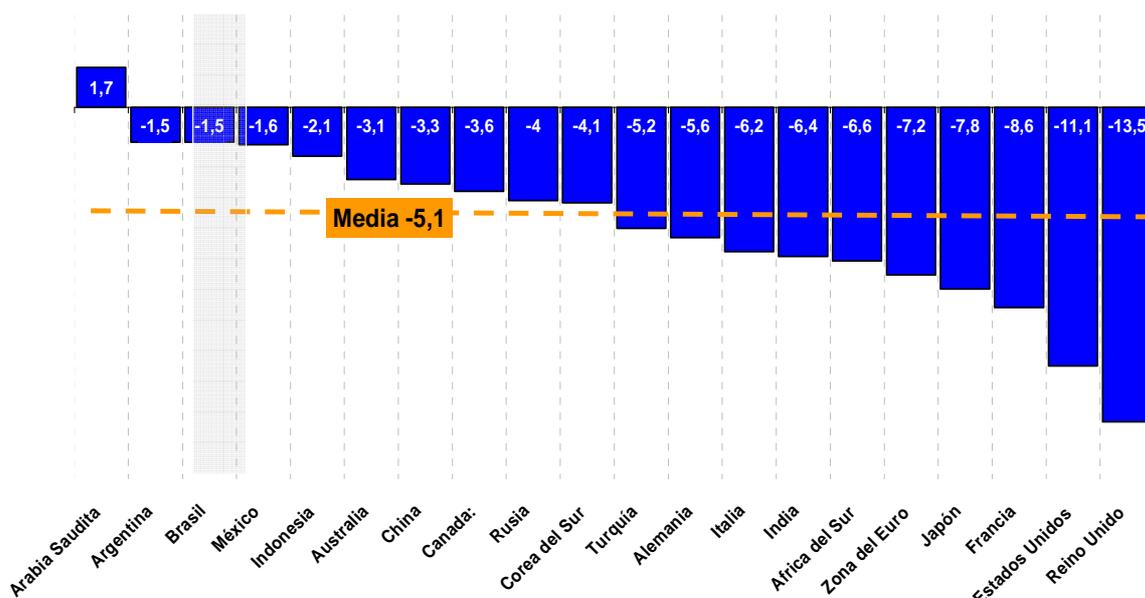
Las divergencias en las perspectivas, sumadas a los niveles reducidos de las tasas de interés en los países desarrollados, alteraron los flujos de capital en el mundo y tuvieron como consecuencia cambios en las tasas de cambio. Se verificó una desvalorización del dólar y la valorización de monedas de muchos otros países con régimen de cambio flotante, pero esos movimientos aún no deben ser suficientes para corregir desequilibrios en la cuenta corriente de las economías nacionales.

Los riesgos a la estabilidad financiera mundial fueron aliviados con el desapalancado y saneamiento de los balances de bancos e instituciones financieras. El principal riesgo que se coloca actualmente es la posibilidad de *default* de algunos países desarrollados, altamente endeudados y menos dinámicos. El desapalancado de los prestadores de fondos, la mayor aversión al riesgo, el mantenimiento de déficits fiscales y propia reducción de la actividad hicieron disparar el premio de riesgo soberano de esas economías. La mayor dificultad que encuentran para financiar sus deudas reduce el espacio de maniobra para el mantenimiento de políticas fiscales expansionistas en estos países, lo que, por su vez, impide la recuperación de su dinamismo. Como la mayor parte de la deuda de esos países fue tomada junto al sistema bancario mundial, se configura un nuevo riesgo sistémico para el sector.

Las recomendaciones del FMI apuntan para la reducción del riesgo soberano de las deudas nacionales. Para tanto, se recomienda una estrategia de consolidación fiscal de medio plazo creíble, capaz de reducir la relación deuda/PIB de los países con riesgo soberano elevado. Los paquetes de estímulos fiscales pueden continuar siguiendo el cronograma planeado mismo en los países bastante endeudados, a excepción de las economías que tuvieron sus premios de riesgo muy elevados. En ese caso, las recomendaciones son de una urgencia mayor en las reformas fiscales y de previdencias.

En las economías desarrolladas, como el ritmo de actividad económica aún no respondió plenamente a los estímulos gubernamentales y la demanda permanece deprimida, se debe continuar observando una política monetaria expansionista, aliada al cronograma de estímulos fiscales. En las economías en desarrollo, ya se observa una gradual reducción de las medidas fiscales y se esperan menores déficits públicos en el año de 2010 (Gráfico 1.1). También se inicia una retracción de la política monetaria hasta entonces expansionista. En ese último grupo, la recuperación más rápida y el influjo de capitales internacionales, justifican la salida gradual de las medidas pos-crisis, aún que no haya evidencia de presión inflacionaria o de burbujas de precios generalizadas. Esas economías deben atender para apreciaciones excesivas de sus tasas de cambio, que pueden minar la competitividad de sus economías.

Gráfico 1.1: Déficit Público en el Mundo – 2010 - Trayectoria del Resultado Nominal del Sector Público en % del PIB



Fuente: The Economist. Reproducido del Ministerio de Hacienda

## Grecia, los PIIGS y el futuro del Euro

Mientras que en la década de 90 las retracciones bruscas de la liquidez internacional acometieron más severamente las endeudadas economías emergentes, la última crisis económica mundial ha sido más cruel para las economías con mayores déficits fiscales y menor competitividad de Europa.

Parodiando la sigla consagrada que representa los países líderes del crecimiento mundial, cuales sean, los BRIC, se atribuye al grupo de países europeos con mayores dificultades en el pos-crisis el nombre de PIIGS. Son ellos: Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España (*Spain*). De entre eles, Grecia se ha destacado por estar muy próxima a la moratoria y mover con los humores de los mercados financieros internacionales.

La reducción de la arrecadación de los gobiernos y la necesidad de implementación de política fiscal activa en la pos-crisis hicieron con que estos países verificasen enormes déficits presupuestarios como proporción del PIB en 2009: 14,3% en Irlanda, 13,6% en Grecia, 11,2% en España, 9,4% en Portugal y 5,3% en Italia. La razón deuda/PIB de esos países se encuentra en niveles muy elevados: 115,8% en Italia, 115,1% en Grecia, 76,8% en Portugal, 64% en Irlanda y 53,2% en España al final de 2009. Esos factores, sumados a las perspectivas aún malas para los próximos años, hicieron con que los premios de riesgo soberano de esos países disparasen y tornaron el rolaje de sus deudas problemático. Según el tratado de *Maastricht*, las condiciones para adhesión al euro son: deuda de hasta 60% del PIB y déficit presupuestario de hasta 3% del PIB.

Las agencias de riesgo rebajaron el *rating* de esos países. Al día 27/04, La *Standard & Poor's* rebajó los *ratings* de Grecia y de Portugal. Con eso, Grecia perdió el grado de inversión. Al día siguiente, fue el turno de España en tener su deuda rebajada.

Uno de los resquicios más significativos de la crisis fueron las elevadas tasas de desempleo, que preocupan principalmente las economías centrales y los PIIGS en particular. En España, por ejemplo, el desempleo llegó a 20,05% en el primer trimestre del año y el estallo de la burbuja inmobiliaria hizo parar el sector de construcción civil, motor de la economía española e intensivo en trabajo. Con el libre tránsito de ciudadanos europeos, el desempleo no obedecerá fronteras nacionales. Además de eso, la reducción de la masa salarial en esos países compromete el desempeño exportador de los países que lideran el bloque.

El futuro del euro depende de la recuperación de las economías de los PIIGS, pero también de la implementación de instrumentos de coordinación de

la política económica que extrapole los límites de la política monetaria. Si hay algo de animador en la situación económica de los PIIGS, debe ser el hecho que no serán apenas estos países y el FMI que se empeñarán en la recuperación de la salud de esas economías, pero todas las naciones que dependen del suceso del euro.

### Brasil y los BRIC

El término BRIC, cuñado por Jim O'Neil de *Goldman Sachs*, tenía inicialmente el propósito único de agrupar países con fines de análisis de inversiones. Con el tiempo, el término pasó a ser incorporado en los más diversos medios y promovió una real aproximación de las naciones contempladas por el acrónimo. La cuestión que recurrentemente viene a tona es si esos países de hecho constituyen un bloque económico. La edición de 15 de abril de la revista *The Economist* trajo una materia llamada "*The trillion-dollar club*" que aborda esa cuestión.

Las características que aproximan estos países son, de grueso modo, las mismas que los blindaron de los efectos perversos de la reciente crisis económica mundial: economías en desarrollo con PIB anual superior a 1 trillón de dólares y que vienen creciendo a tasas elevadas en los últimos años, responden conjuntamente por cerca de 15% de las exportaciones mundiales, reciben cerca de 15% de las inversiones directas extranjeras y poseen reservas internacionales de cerca de 40% de las reservas mundiales, que sirvieron de colchón de liquidez contra una eventual fuga de capitales en la pos-crisis. Solo China posee reservas del orden de 2,4 trillones de dólares y es el segundo mayor acreedor mundial, atrás de Japón. La deuda pública de esos países se encuentra estable y en niveles modestos.

Esos países llamaron atención por romper con una antigua orden económica mundial, presentándose como alternativa al Consenso de Washington. Todos presentan enorme mercado interno, adoptaron programas de transferencia de renta para reforzarlo, están diversificando sus economías y buscando intensificar el comercio con naciones emergentes. Esa estrategia de reducción de la dependencia de los mercados consumidores desarrollados fue importante para promover un despegue de las economías centrales en la pos-crisis.

Entretanto, hay también algunas diferencias entre esos países, tales como: i) estructuración del sistema político: 2 países poseen regimenes políticos con poder centralizado y 2 son democracias consolidadas; ii) 2 poseen asientos permanentes en el consejo de seguridad de la ONU y los otros 2 no las poseen; y iii) la población total y la población económicamente activa deben crecer en Brasil, India y China, pero deben retroceder en Rusia. Entre India y China, ya

hubo innúmeras disputas territoriales y por áreas de influencia en Asia. Esos países han buscado ampliar el comercio entre ellos, pero siempre a través de negociaciones bilaterales, que por veces perjudican los otros BRIC. Sus diplomacias intentan establecer mercados y acceso a recursos naturales en países Áfricanos de forma competitiva.

En relación a los aspectos económicos, las rentas *per capita* varían de 15 mil dólares por año en Rusia a 3 mil dólares por año en India. China y Rusia son economías más abiertas, con exportaciones respondiendo por cerca de un tercio del PIB, mientras, en Brasil y en India, no pasan de un quinto del PIB. China y Rusia mantienen enormes superávits en cuenta corriente, mientras India y Brasil han verificado pequeños déficits. La administración del cambio varía del régimen fijo al flotante. Por ejemplo, China es objeto de críticas internacionales cuanto al mantenimiento de la desvalorización de su moneda (el *Yuan*) en relación al dólar.

El IPEA divulgó un comunicado en la apertura de la cúpula de los BRIC, realizada en abril del corriente año en Brasil. Este comunicado define los patrones de especialización exportadora de estos países. A través de la metodología de Índices de Ventaja Comparativa Revelada (IVCR), se observó que (ver los Gráficos 1.2 a 1.6):

- Brasil presenta elevada ventaja en productos intensivos en recursos naturales y primarios agropecuarios;
- Rusia posee competitividad muy superior en productos primarios minerales;
- India presenta elevada competitividad en productos intensivos en trabajo, pero ha sustentado incrementos en la competitividad en la exploración de recursos naturales;
- China mantiene elevada ventaja en la producción de bienes intensivos en trabajo y fue la única a presentar elevada competitividad en bienes intensivos en tecnología.

Gráfico 1.2: Evolución del IVCR – productos intensivos en tecnología

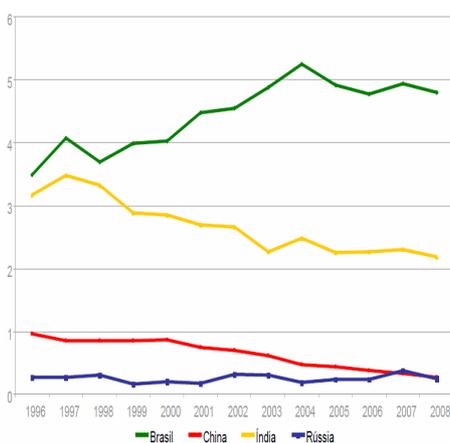


Gráfico 1.3: Evolución del IVCR – productos intensivos en trabajo

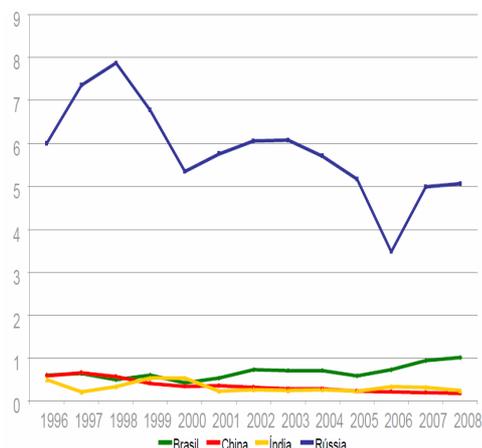


Gráfico 1.4: Evolución del IVCR – productos primarios minerales

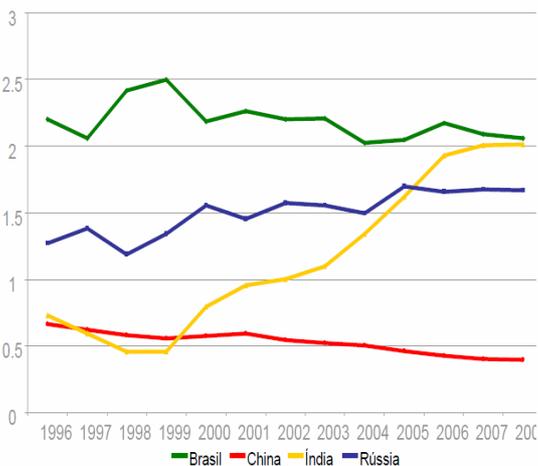


Gráfico 1.5: Evolución del IVCR – productos intensivos en recursos naturales

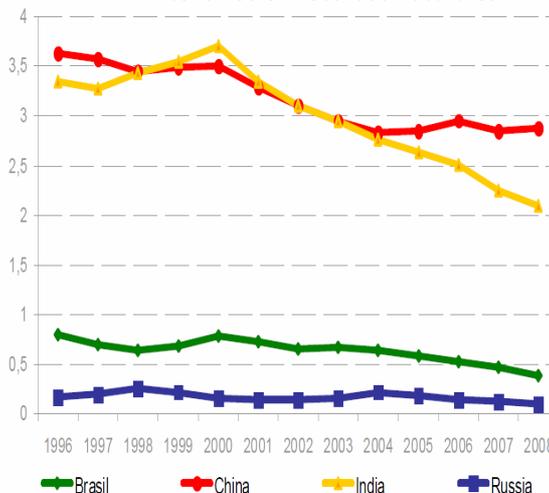
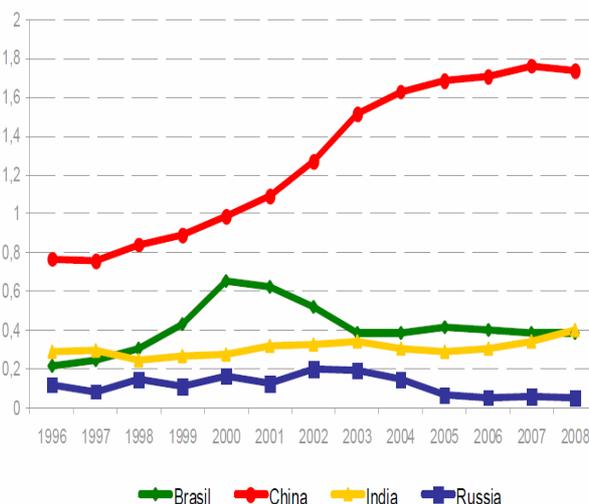


Gráfico 1.6: Evolución del IVCR – productos primarios agropecuarios



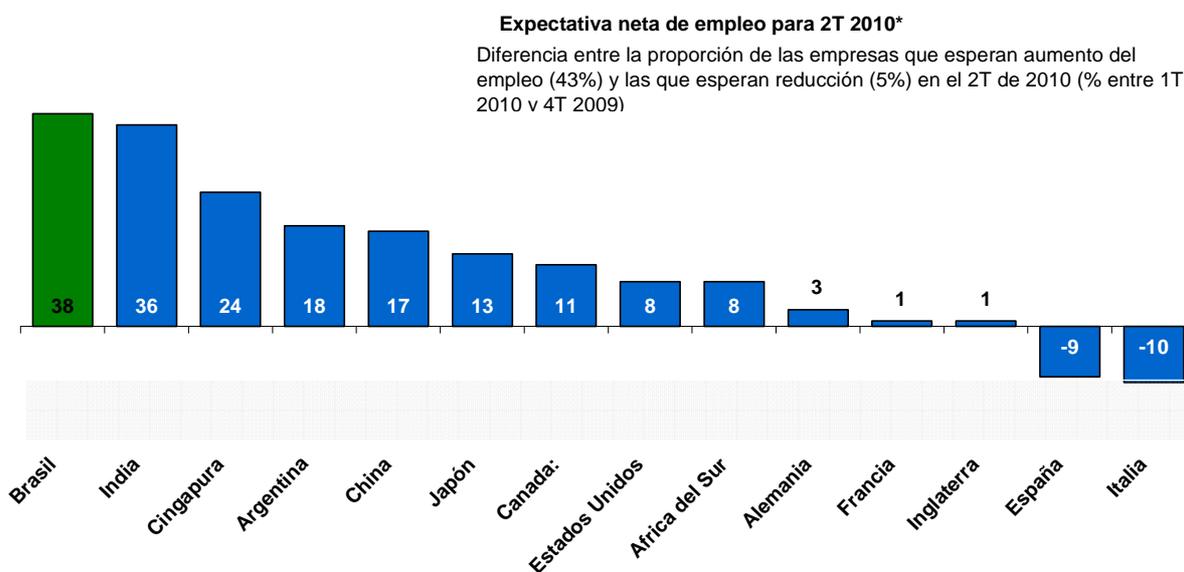
Fuente: Reproducido do Comunicados do IPEA nº 43 (14/04/2010).

Los BRIC no tuvieron muchas semejanzas históricas, no comparten aspectos culturales y no están tan próximos geográficamente. También no articulan aún planes multilaterales de comercio. Pero esos países tan dispares tienen objetivos políticos que los legitiman como bloque y encuentran apoyo norteamericano para tanto. El momento económico permite a los BRIC contestar una nueva inserción en la economía global, corrigiendo desequilibrios que ciertamente llevaron a la crisis y reviendo la conducción de la economía mundial por parte de los países desarrollados. Los miembros de este nuevo bloque reclaman cambios en sus posiciones en organismos multilaterales, como el FMI, y lanzan protocolos de intenciones de cooperación, a ejemplo de lo que fue firmado por sus bancos de desarrollo durante la cúpula realizada en Brasil y de los debates para creación de un cesto de monedas para transacciones entre los BRIC que los tornasen menos dependientes de reservas en dólares.

**El combate al desempleo**

La recuperación económica en curso se revela poco uniforme regionalmente. Para la mayoría de los países desarrollados, se espera un ritmo más lento de recuperación económica. Para esas economías, las elevadas y persistentes tasas de desempleo deben ser el objeto más grande de las políticas económicas que deban adoptarse. Ya en las economías que respondieron bien a la crisis, si se produjo un aumento del desempleo, fue breve. En este sentido, Brasil se destaca: una investigación cualitativa realizada a través de entrevistas con 850 empresas brasileras señalaron a la perspectiva de la creación de puestos de trabajo en los próximos meses (ver o Gráfico 1.7).

Gráfico 1.7: Brasil - Mayor creación de empleos del mundo



\* Pesquisa de Expectativa de Empleo *Manpower* para el Segundo Trimestre de 2010 realizada por medio de entrevistas junto a una muestra de 850 empleadores en Brasil.

Fuente: *Manpower*. Reproducido del Ministerio de Hacienda

Para la teoría económica, existe una relación inversa bien establecida entre variaciones del desempleo y variaciones en el producto, traducida por la Ley de Okun. El capítulo 3 del *World Economic Outlook* de abril de 2010 se propuso a estudiar como crisis financieras, burbujas inmobiliarias, cambios sectoriales y el papel de políticas e instituciones pueden alterar esa relación inversa, en principio, estable.

Las principales conclusiones a que el estudio llegó fueron:

- La respuesta del desempleo al producto aumentó en las últimas décadas, como reflejo de cambios institucionales, tales como legislaciones de protección al trabajo menos restrictivas y mayor uso de contratos temporales. El trabajo temporal aumenta la respuesta del desempleo a la crisis, pero también puede acelerar la recuperación del empleo cuando la economía vuelva a crecer. Trabajadores temporales también reciben menos entrenamiento en los puestos de trabajo. Se recomienda vencer el dualismo entre trabajo temporal y el trabajo registrado tradicional a través del establecimiento de contratos sin plazo, en que los derechos y los costos laborales progresan gradualmente;
- Recesiones, crisis financieras, burbujas inmobiliarias y choques sectoriales causan aumentos en el desempleo superiores a los previstos por la Ley de Okun. En la posterior recuperación, la creación de empleos también es más lenta que lo previsto por la teoría, como reflejo de la mayor incerteza macroeconómica;
- Programas de trabajo de corto periodo, implementados después de recesiones son capaces de evitar incrementos del desempleo de la magnitud esperada teóricamente;
- La institución de un seguro-salario puede ser útil para estimular la migración por parte de los trabajadores entre sectores declinantes y sectores que prosperan en la crisis. El menor riesgo de pérdidas salariales torna los trabajadores más propensos a buscar arbitrariamente nuevos puestos de trabajo, reduciendo costos de demisiones y estimulando contrataciones en la economía como un todo;
- Políticas monetaria y fiscal expansionistas son el principal instrumento para promover el empleo en economías fuertemente abaladas, donde el desempleo corre el riesgo de tornarse estructural. El saneamiento del sector financiero también es fundamental, ya que los sectores trabajo-intensivos dependen fuertemente del crédito bancario.

Los pronósticos aún cautelosos cuanto a una retomada más acelerada del ritmo de actividad de las economías avanzadas hacen del desempleo un legado de la crisis a permanecer aún por algún tiempo. El activismo de las políticas públicas para aumentar el nivel de demanda agregada permanece como fundamental

para resolver ese problema: la aceleración de las tasas de crecimiento de los países es la mejor manera de reducir los niveles de desempleo.

## 2) Las Inversiones Externas Directas en el Mundo

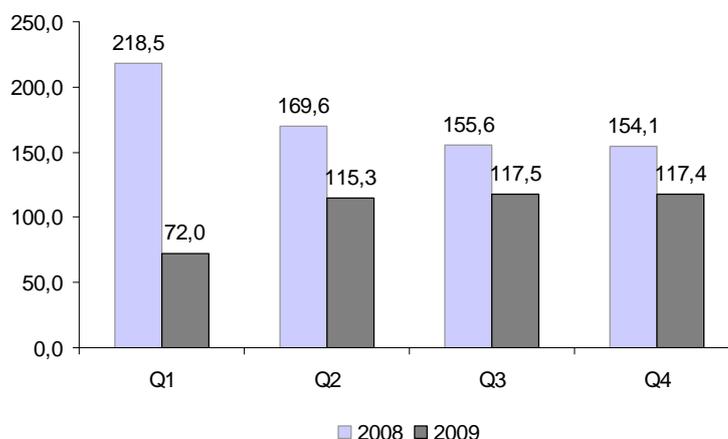
### Tendencias recientes

Los flujos globales de inversión externa directa (IED), que habían mostrado una pequeña recuperación en el segundo trimestre de 2009, permanecieron relativamente estables en los dos últimos trimestres del año. Esa es la conclusión que se saca del comportamiento del Índice Trimestral del IED Global, calculado por la Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo – UNCTAD.\*

Después de registrar un pico histórico en el último trimestre de 2007, el Índice de la UNCTAD retrocedió continuamente hasta el primer trimestre de 2009. El crecimiento del segundo trimestre es la estabilidad que se siguió muestran que, si por un lado, lo peor de la crisis quedó para atrás, por otro, el IED global aún no retomó una trayectoria de alta. El nivel actual es similar al de los niveles medios de 2006 y, grueso modo, es la mitad de lo registrado en el primer trimestre de 2008 (Gráfico 2.1).

La UNCTAD atribuye ese comportamiento al hecho que, a despecho de la recuperación de los lucros, las empresas transnacionales se mantuvieron cautelosas cuanto a sus inversiones externas, como atestan el bajo valor de las fusiones y adquisiciones entre fronteras y el pequeño número de nuevos proyectos (greenfield) en el último trimestre del año pasado.

Gráfico 2.1: Índice Trimestral de IED (2005=100)



Fuente: UNCTAD

\* UNCTAD *Global Investments Trends Monitor*, Nr. 3, 26 April 2010. O índice é calculado com base nos dados de cerca de 60 países, responsáveis por mais de 90% do destino do IED em 2008.

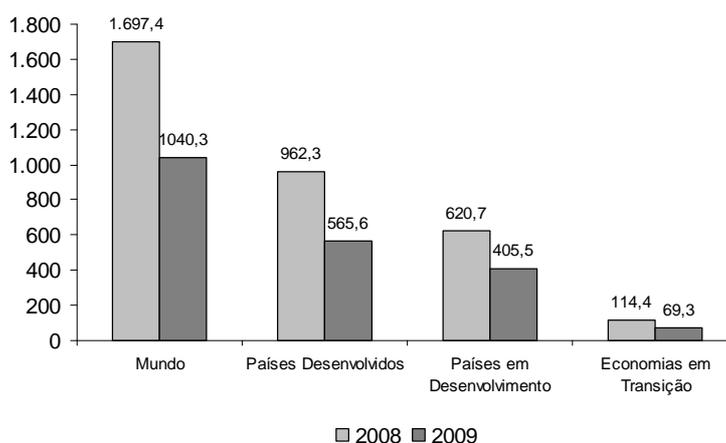
Aunque el Índice para el primer trimestre de 2010 aún no está disponible, las perspectivas son de mejora, pues el IED acostumbra acompañar, aunque con defasaje, el crecimiento económico. Con todo, la constatación de que el número de proyectos *greenfield* anunciados tuvo una pequeña caída al inicio del año sugiere que la cautela continua a prevalecer en los proyectos de expansión de las empresas.

### Comportamiento durante la crisis

La retracción de la actividad económica y la crisis de confianza que sucedieron a la quiebra de *Lenhman Brothers* en septiembre de 2008 impactaron fuertemente, como sería de esperarse, los flujos mundiales de IED en los últimos dos años. Después de cinco años de crecimiento sin interrupción, de 2003 a 2007, la inversión directa global cayó 14% en 2008 y 39% en 2009. En valores, la inversión directa retrocedió de un total aproximado de US\$ 2 trillones en 2007 para poco más de US\$ 1 trillón en el año pasado, según levantamiento preliminar de la UNCTAD.

Diferentemente de lo que había sido observado en 2008, cuando el retroceso del IED se restringió a los países desarrollados, la caída de 2009 fue generalizada, habiendo afectado todos los grupos de países – desarrollados, en desarrollo y en transición, con pocas excepciones a la regla general (Alemania, Dinamarca e Italia, en el grupo de los desarrollados; Perú, de entre los que están en desarrollo) (Gráfico 2.2). Delante de ese cuadro, varios países adoptaron medidas para aumentar la atracción de sus economías para la inversión extranjero (Box 2.1).

Gráfico 2.2: Ingreso de IED por región (US\$ mil millones)

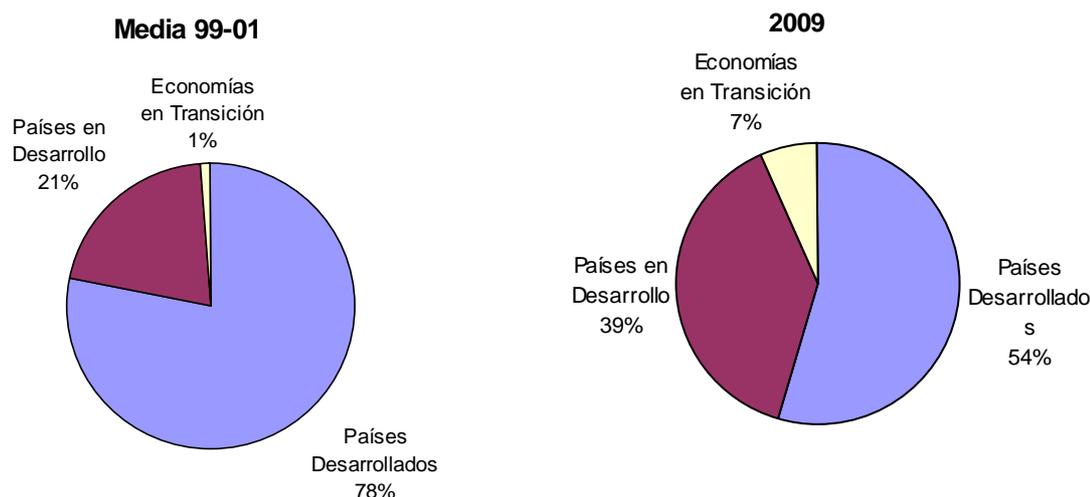


Fuente: UNCTAD

Los países desarrollados continuaron a presentar desempeño peor que el de los demás grupos de países. De entre ellos, la caída del IED en 2009 fue de 41%, variación que se reduce a 35% entre los países en desarrollo. Como

resultado de ese desempeño relativo, merece destaque el hecho que, a pesar que el grupo desarrollado aún prevalezca como destino principal del IED, en 2009 su participación en el total se redujo a 54%, contra la media de 74% al inicio de los años 2000 (Gráfico 2.3).

Gráfico 2.3: Destino del IED por grupo de países



Fuente: UNCTAD

De entre los países en desarrollo, la caída fue comparativamente mayor para la región de América Latina y del Caribe (-41%) y menor para Asia y Oceanía (-32%). En China, que sola recibió 22% del total del IED destinado a los países en desarrollo, la caída en 2009 fue de apenas 3%.

La caída del IED en 2009 fue generalizada no apenas entre los destinos como también entre sus componentes determinantes: lucros reinvertidos, préstamos intercompañías e inversiones en participaciones.

Los lucros reinvertidos, de comportamiento normalmente más estable, fueron comprimidos por la caída de los lucros de las multinacionales al final de 2008 e inicio de 2009. Los préstamos intrafirmas también retrocedieron.

Mucho más pronunciada, no obstante, fue la caída de las inversiones en participaciones, liderada por la reducción de 66% en el valor de las fusiones y adquisiciones entre empresas de diferentes países, fruto de la caída de valor de las empresas en los mercados de acciones y de la menor capacidad financiera de los potenciales compradores. El número de nuevos proyectos de inversión (*greenfield*), por su vez, cayó 23% en el periodo, como reflejo de la cancelación de operaciones y de la reducción de programas de expansión de las empresas.

**Box 2.1: Las políticas públicas de inversión en el ámbito de la crisis global**

La crisis financiera y económica de los últimos años afectó no solo los flujos observables de inversiones directas como también, el *pour cause*, la base normativa que regula esos flujos. La constatación fue hecha por la UNCTAD, que, en el último mes de diciembre, inauguró una nueva publicación (*Investment Policy Monitor*), destinada a informar sobre los desarrollos recientes en las políticas volteadas a la inversión extranjera.

La conclusión principal del levantamiento fue de que la mayoría de los cambios adoptados se dio en el sentido de liberalizar y promover las inversiones externas. Las medidas de liberalización incluyeron: la apertura al capital extranjero de sectores previamente cerrados (por ejemplo, sector bancario y transporte aéreo), la reducción de los requerimientos de entrada y la simplificación y aceleración de licencias y otros prerrequisitos. Para promover y facilitar las inversiones externas en sectores específicos, algunas de las medidas identificadas fueron concesión de incentivos fiscales y apoyo financiero

No siempre, pero las medidas adoptadas fueron específicas para la inversión externa y apenas reflejan los incentivos generales a la inversión de las políticas anticíclicas de emergencia practicadas por varios países, tales como reducciones de impuestos y facilitación de acceso al crédito. Esas medidas de emergencia responden por la mayoría de las medidas liberalizantes identificadas por la UNCTAD y el hecho de haber sido incluidas en el cálculo general tiende a sobreestimar la importancia dada a las inversiones externas en los cambios normativos adoptados por los países después de la crisis global.

A seguir, los principales destaques del último levantamiento, divulgado en abril:

→ Entre diciembre de 2009 y marzo de 2010, 62 países alteraron normas que afectaron las inversiones externas;

→ Veintiocho países adoptaron medidas específicas para la inversión, la mayoría de las cuales en el sentido de liberalizar, promover y facilitar la inversión extranjera. Apenas tres países, todos de América Latina, adoptaron en el periodo, medidas restrictivas a la inversión extranjera, tales como nuevos requerimientos de entrada y límites para participación en capital.

→ Tres países introdujeron nuevas medidas para promover la inversión directa de empresas domésticas en el exterior, flexibilizando las exigencias para aprobación y la reglamentación de cambio relativas a esas actividades.

→ En el ámbito internacional, 73 países concluyeron 37 acuerdos internacionales

de inversión, entre diciembre de 2009 y marzo de 2010, de los cuales 7 tratados bilaterales de inversión, 23 acuerdos de bi-tributación (parte de los esfuerzos del G20 para acabar con los paraísos fiscales) y 7 otros acuerdos internacionales con componentes de inversión.

Fuente: UNCTAD, Investment Policy Monitor, N.2, 20 April 2010

### Perspectivas de medio plazo

El ambiente macroeconómico para las inversiones ha mejorado de forma gradual y consistente desde el final de 2009, como atestan las sucesivas revisiones positivas de las estimativas de crecimiento mundial divulgadas por el FMI (ver Panorama Mundial en esa edición de la Sinopsis). Del punto de vista microeconómico, los lucros divulgados por las empresas multinacionales alrededor del mundo están en alta desde el segundo trimestre del año pasado.

Combinados, esos dos factores deberán llevar las empresas transnacionales a rever favorablemente sus planes de inversión externa para ese año y los próximos, lo que deberá resultar en crecimiento de los flujos de IED.

Corroborando esa expectativa, el valor de las fusiones y adquisiciones entre fronteras prácticamente dobló en el primer trimestre de 2010, aunque que sobre una base de comparación reducida. Un número importante de grandes negocios (arriba de US\$ 3 mil millones) fue realizado no período (tais como a compra de una unidad da americana *Kraft* pela suiza Nestlé e da belga *Solvay* pela americana *Abbot*).

La expectativa de UNCTAD, no obstante, es que la recuperación en 2010 sea apenas moderada, ya que permanecen las incertezas cuanto al ritmo y los impactos de la retirada de los paquetes de emergencia adoptados durante la crisis. La caída observada en el número de proyectos *greenfield* refuerza esa expectativa.

Para los años siguientes, las informaciones disponibles aún son aquellas capturadas en el *World Investment Prospects Survey 2009-2011*, según la cuales, 45% de las 240 empresas entrevistadas se declararon optimistas o muy optimistas sobre el ambiente global de negocios en 2011 (ver Sinopsis Internacional N. 12).

### Las IED en Brasil

El impacto de la crisis económica sobre el desempeño de las matrices de las multinacionales instaladas en Brasil resultó en reducción de los ingresos de inversión externa directa en 2009. La entrada neta de US\$ 25,9 mil millones fue

42,4% menor que el año anterior, de acuerdo con los datos del Banco Central de Brasil.

De entre los componentes del IED, las entradas netas para participación en el capital, componente de mayor peso, cayeron 34%, mientras el retroceso de los préstamos intercompañías fue de 60% (Tabla 2.1).

Tabla 2.1: Inversión Externa Directa en Brasil (US\$ millones)

	2008	2009	Var. %
Inversión Externa Directa	45.058,16	25.948,58	-42,4
Participación en el capital	30.064,03	19.906,35	-33,8
Préstamos intercompañías	14.994,13	6.042,23	-59,7

Fuente: Banco Central de Brasil

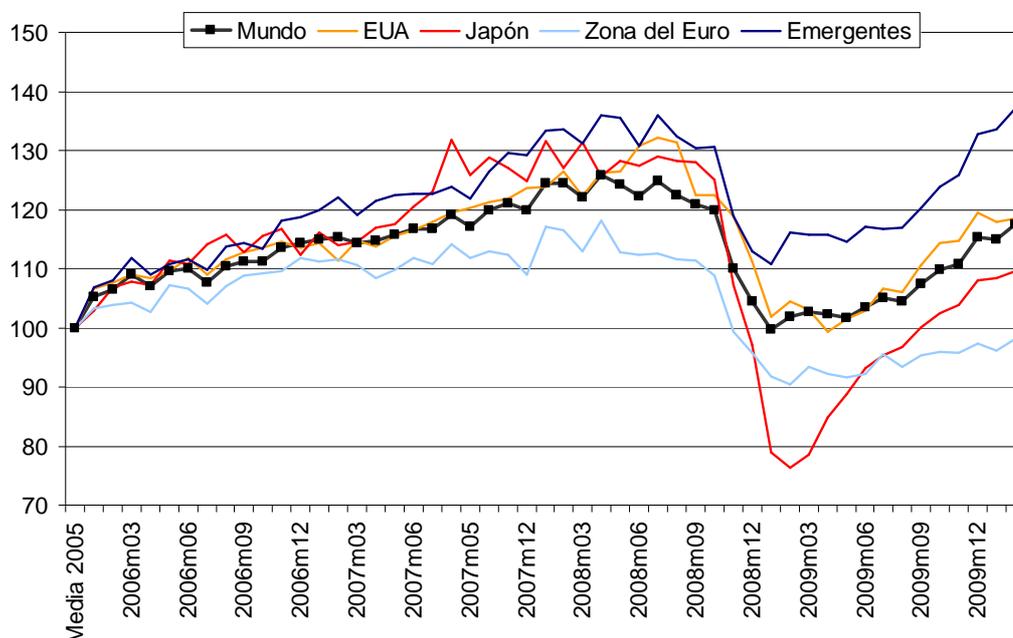
A despecho de la caída, Brasil mantuvo el liderazgo en la relación de países latino-americanos que más recibieron inversiones directas extranjeras. Entre los otros países de la región, se destacaron México y Chile, que recibieron, respectivamente, US\$ 13,0 mil millones y US\$ 12,9 mil millones.

De 2003 a 2008, el ingreso de IED por medio de participación en el capital fue creciente. En 2009, a despecho de la crisis, el ingreso quedó un poco abajo del nivel de 2007. (Gráfico 3) El Banco Central estima que, en 2010, el ingreso retorne al mismo nivel de 2008, por vuelta de U\$ 45 mil millones.

### 3) COMERCIO EXTERIOR BRASILEÑO

En el segundo semestre de 2009, las exportaciones mundiales presentaron franca trayectoria de recuperación de la crisis económica mundial (ver Gráfico 3.1). Los últimos datos disponibles sobre el volumen mensual de exportaciones mundiales indican que el volumen exportado en el primer bimestre de 2010 es 15% mayor en relación al mismo periodo del año anterior, que puede ser considerado el menor valor en la serie histórica de la crisis reciente. Pero el volumen comercializado mundialmente aún no consiguió superar los meses inmediatamente anteriores al agravio de la crisis internacional ocurrido a partir del último trimestre de 2008, estando apenas similar a lo verificado al final de 2006.

**Gráfico 3.1: Exportaciones mundiales: 2005 a febrero de 2010  
(2005 = 100)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del CPB World Trade Monitor

Según proyecciones de la OMC, el volumen de comercio mundial debe crecer 9,5% en 2010, valor que aunque expresivo aún no recompone totalmente la caída de 12,2% ocurrida en 2009. En ese año, el comercio mundial presencié la mayor contracción desde la Segunda Guerra Mundial. En 1975, la caída había sido de 7%, valor que representaba el récord anterior.

A pesar de heterogénea, la recuperación ya en curso viene ocurriendo en la gran mayoría de los países y con especial destaque al grupo clasificado como emergentes. En enero de 2010, las exportaciones de esos países ya se encuentran en monto similar al verificado anteriormente al agravio de la crisis en el término del tercer trimestre del año pasado. Gran parte de la recuperación se debió al comportamiento de los países de Asia, en especial a China. En América Latina, a pesar de no haber ocurrido una trayectoria tan ascendente cuanto en los países asiáticos, el volumen exportado ya se encontraba en niveles similares al del final de 2007 e inicio de 2008.

Los principales países desarrollados presentaron comportamientos distintos a lo largo de los últimos meses. Los Estados Unidos son los que más se acercan de la media del comportamiento mundial de caída y recuperación de los últimos meses. Japón fue uno de los países que presentaron contracción más drástica en sus exportaciones, pero la recuperación viene ocurriendo

aceleradamente en los últimos meses: las exportaciones japonesas crecieron 35% en enero de 2010 cuando comparadas al mismo mes del año anterior. Los países de la Zona del Euro representan una de las pocas experiencias contrarias a lo verificado en el contexto de recuperación mundial. Las exportaciones del bloque permanecen en volúmenes mucho más bajos que los verificados en la fase anterior a la crisis.

En 2009, las exportaciones brasileras sumaron US\$ 153 mil millones, valor 23% abajo del año anterior. La caída de las exportaciones brasileras, en valor, fue igual a la media mundial, a partir de lo que puede ser verificado en las estadísticas de la OMC. Entre los grandes exportadores mundiales, las menores caídas ocurrieron en China (-16%) y las llamadas “nuevas economías industrializadas” (Hong Kong, Taiwán, Corea del Sur y Singapur; -17%). India presentó caída un poco mayor (-20%), pero aún así inferior a la media mundial, de -23%. La variación de las exportaciones de los Estados Unidos (-18%) siguió la misma tendencia de ser inferior a la media mundial, pero la caída en Canadá fue superior (-31%). Las mayores contracciones en el mundo ocurrieron en los países Áfricanos (-32%) y en Rusia (-36%), resultados motivados en gran parte por el comercio de petróleo. Las exportaciones de la Unión Europea presentaron contracción igual a la media mundial.

Siguiendo el comportamiento internacional, en Brasil también hay indicaciones de mejora en los primeros meses de 2010. Después de doce meses de caídas sucesivas en relación a los mismos meses del año anterior, diciembre de 2009 fue el primer mes que presentó alta, a pesar que aún modesta, iniciando un periodo de recuperación. En los primeros tres meses de 2010, el valor de las exportaciones creció 26% en relación al mismo periodo del año anterior. El mayor crecimiento ocurrió en las exportaciones de petróleo bruto (+235%), lo que correspondió a una alta en valor absoluto de US\$ 2,6 mil millones en la pauta brasilerá. En seguida, otros productos básicos y semi-manufacturados también fueron relevantes para la recuperación de las exportaciones del país, a ejemplo de carne de pollo, harina de soja, carne bovina, azúcar bruto, celulosas y el sector siderúrgico.

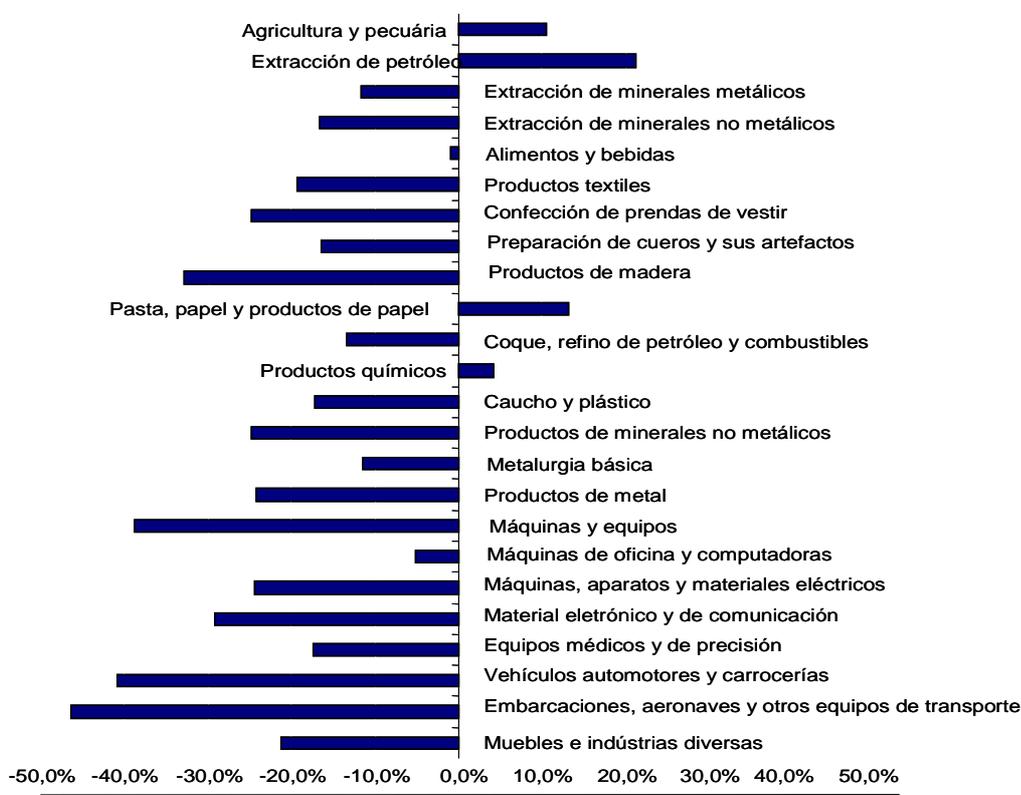
El crecimiento de las exportaciones de *commodities* ocurre tanto debido a precio cuanto a volumen. El índice de *quantum* elaborado por Funcex muestra que el aumento de los productos básicos en el periodo fue derivado de un aumento de 14,8% en la cantidad exportada y de 16,6% en los precios. En los semi-naufacturados, la participación del precio fue mayor, con alta de 23,4%, contra 5,4% en la cantidad.

La recuperación también se da en algunos sectores de manufacturados, destacándose el sector automotriz, en el cual la exportación de automóviles

creció 65% en relación al mismo periodo del año pasado y la de auto piezas, 41%. A pesar del buen desempeño de algunos segmentos de manufacturados, esa fue la categoría que presentó menor tasa de crecimiento en el primer trimestre de 2010. Mientras los manufacturados crecieron 17,9%, el aumento de las exportaciones de básicos fue de 32,8% y la de semi-manufacturados, de 29,6%.

Durante el año de 2009, las principales retracciones en el volumen exportado por Brasil ocurrieron en las categorías de bienes industriales de mayor sofisticación industrial. Según el índice de Funcex, las mayores caídas en el volumen exportado fueron verificadas en los sectores de máquinas, equipamientos y material de transporte (ver Gráfico 3.2). La retracción del comercio mundial fue mayor en los segmentos de productos industriales que en las *commodities*, siendo estas de cierta forma sustentadas por la seguida demanda china. Crecimientos significativos ocurrieron apenas en los sectores de agricultura, pecuaria y extracción de petróleo. La demora de decisiones de inversiones en el mundo, motivado por la crisis, perjudicó particularmente las ventas externas de bienes de capital, que componen en gran medida la categoría de las exportaciones brasileñas como mayor contracción.

**Gráfico 3.2: Variación de volumen de las exportaciones brasileñas por sectores de actividad económica: 2009/ 2008 (en %)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Funcex

El patrón del comercio exterior brasileiro presenta tradicionalmente la preponderancia de exportaciones de productos industrializados para el continente americano y *commodities* para Asia y Europa. En el primer trimestre de 2010, el principal destino de las exportaciones brasileiras fue América Latina y el Caribe, seguido de cerca por Asia (ver Tabla 3.1). En el primer caso, el destaque continuó siendo de Argentina y, en los países asiáticos, China, ambos presentando tasas de crecimiento de compras provenientes de Brasil superiores a la media de sus continentes. Para Argentina, los principales productos fueron automóviles de pasajeros y auto piezas (US\$ 1,0 billón); para China, minería de hierro (US\$ 1,6 mil millones) y petróleo (US\$ 1,0 mil millones).

En el total mundial, China (US\$ 4,6 mil millones) fue el principal destino de las exportaciones brasileiras en el periodo, seguida de Estados Unidos (US\$ 4,3 mil millones), Argentina (US\$ 3,5 mil millones), Países Bajos (US\$ 2,2 mil millones) y Alemania (US\$ 1,6 mil millones).

**Tabla 3.1: Exportaciones brasileiras por destinos: enero a marzo de 2010  
(en US\$ millones)**

	Exportaciones		Var. %	Importaciones		Var. %	Saldo	
	2010	2009	2010/09	2010	2009	2010/09	2010	2009
<b>América Latina y Caribe</b>	<b>9.880</b>	<b>6.921</b>	<b>42,8</b>	<b>6.648</b>	<b>4.722</b>	<b>40,8</b>	<b>3.232</b>	<b>2.199</b>
. Argentina	3.549	2.236	58,7	3.107	2.189	41,9	442	47
. Santa Lucía	926	315	194,0	5	1	400,0	921	314
. México	810	614	31,9	805	635	26,8	5	-21
<b>Asia</b>	<b>9.373</b>	<b>7.121</b>	<b>31,6</b>	<b>11.672</b>	<b>8.218</b>	<b>42,0</b>	<b>-2.299</b>	<b>-1.097</b>
. China	4.649	3.420	35,9	5.256	3.613	45,5	-607	-193
. Japón	1.259	986	27,7	1.562	1.482	5,4	-303	-496
. India	908	324	180,2	774	465	66,5	134	-141
<b>Unión Europea</b>	<b>8.762</b>	<b>7.502</b>	<b>16,8</b>	<b>8.320</b>	<b>6.278</b>	<b>32,5</b>	<b>442</b>	<b>1.224</b>
. Holanda	2.198	1.879	17,0	344	209	64,6	1.854	1.670
. Alemania	1.622	1.232	31,7	2.666	1.979	34,7	-1.044	-747
. Reino Unido	934	827	12,9	656	473	38,7	278	354
<b>USA <sup>(1)</sup></b>	<b>4.257</b>	<b>3.585</b>	<b>18,7</b>	<b>5.707</b>	<b>5.368</b>	<b>6,3</b>	<b>-1.450</b>	<b>-1.783</b>
<b>Oriente Medio</b>	<b>1.896</b>	<b>1.357</b>	<b>39,7</b>	<b>920</b>	<b>540</b>	<b>70,4</b>	<b>976</b>	<b>817</b>
. Arabia Saudita	559	409	36,7	342	325	5,2	217	84
. Irán	347	196	77,0	34	15	126,7	313	181
. EAU	304	240	26,7	64	26	146,2	240	214
<b>África</b>	<b>1.803</b>	<b>1.964</b>	<b>-8,2</b>	<b>2.644</b>	<b>1.375</b>	<b>92,3</b>	<b>-841</b>	<b>589</b>
. África del Sur	302	314	-3,8	152	124	22,6	150	190
. Egipto	277	306	-9,5	10	10	0,0	267	296
. Nigeria	204	199	2,5	1.228	782	57,0	-1.024	-583
<b>Europa Oriental</b>	<b>989</b>	<b>635</b>	<b>55,7</b>	<b>510</b>	<b>248</b>	<b>105,6</b>	<b>479</b>	<b>387</b>
. Rusia	869	561	54,9	346	181	91,2	523	380
. Ucrania	62	25	148,0	60	40	50,0	2	-15
. Georgia	14	11	27,3	75	124	-39,5	-61	-113
Demás	2.270	2.093	8,5	1.916	1.440	33,1	354	653
<b>TOTAL</b>	<b>39.230</b>	<b>31.178</b>	<b>25,8</b>	<b>38.337</b>	<b>28.189</b>	<b>36,0</b>	<b>893</b>	<b>2.989</b>

<sup>(1)</sup> incluye Puerto Rico

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de MDIC/ Secex

Las exportaciones brasileras para los Estados Unidos venían presentando una trayectoria de crecimiento inferior a lo verificado a otros destinos. En 2008, mientras las exportaciones brasileras totales crecieron 23% en relación al año anterior, pero para Estados Unidos, apenas 9%. En el año pasado, mientras las exportaciones totales brasileras se redujeron en 23%, pero para Estados Unidos declinaron 43%. En aquel año, Estados Unidos perdieron la posición de principal destino para China. Mientras tanto, durante los últimos meses de recuperación de las importaciones que vienen ocurriendo en Estados Unidos, los datos muestran que la tasa de crecimiento de las exportaciones brasileras a aquel país llega a ser ligeramente superior a la de sus importaciones totales – ver Box 3.1.

El único continente a presentar caída de las exportaciones brasileras en el primer trimestre fue África, principalmente debido al comportamiento de las ventas para Angola. En el primero trimestre de 2009, las exportaciones brasileras a aquel país fueron de US\$ 422,8 millones, y en el mismo periodo del año corriente, de apenas US\$ 187,3 millones. Para varios otros países, hubo crecimiento de las exportaciones brasileras, además de Nigeria, las ventas fueron mayores para Marrocos, Libia, Gana, Senegal, de entre otros de menor valor absoluto.

En el primer trimestre de 2010, Brasil obtuvo expresivo saldo comercial con los países de América Latina y Caribe, bien como, a pesar de las menores magnitudes, con el Oriente Medio, Europa Oriental y Unión Europea.

Los déficits con Estados Unidos y Asia, ese motivado en gran parte por China, marcan posiciones diferentes en el histórico comercial brasilerero en relación a tales países. Desde 2001, Brasil presentaba superávit con Estados Unidos, pero en 2009 se revertió para fuerte déficit (US\$ 4,4 mil millones) y la tendencia continuó a manifestarse en 2010. Para China, hubo superávit en el total de 2009, al contrario de los déficits verificados en 2007 y 2008. En 2010, se volvió por tanto a comportamiento similar a los dos años anteriores, pero eso no indica necesariamente una tendencia definida a lo resto del año. Los primeros meses, mismo en los años de superávit, fueron de saldos más modestos de que en los demás.

El resultado general de la balanza comercial brasilerera se mantuvo positivo a despecho de las importaciones haber crecido a una tasa superior en 10 puntos porcentuales cuando comparadas a las exportaciones en el trimestre. Los principales ítems importados por el país fueron materias-primas y productos intermediarios (48% del total de la pauta en el periodo). Pero, bienes de consumo y combustibles también presentaron elevada tasa de crecimiento, ambos arriba de 40% en relación al primer trimestre del año anterior. Especial destaque para los automóviles de pasajeros, que crecieron 85%.

**Box 3.1: La recuperación de las importaciones de Estados Unidos**

Los Estados Unidos son los mayores importadores mundiales de bienes y fueron uno de los principales centros de la crisis económica reciente. La reducción de la renta del país proveniente de la crisis proporcionó la mayor contracción en términos absolutos de importaciones en el año de 2009. Las compras externas americanas presentaron caída de 26% en relación al año anterior, lo que significó el desaparecimiento de más de US\$ 500 mil millones de demanda en el comercio internacional en relación a 2008.

La tabla a seguir muestra la variación de las importaciones de Estados Unidos en cinco momentos diferentes a lo largo de los últimos 24 meses, según sectores de actividad económica. El primer momento corresponde al tercer trimestre de 2008 al representar el último con crecimiento en relación a los mismos periodos de años anteriores, a partir de ahí se vieron sucesivas caídas de las compras americanas. La contracción ya se mostró presente en el último trimestre de aquel año, pero la peor fase de la crisis fue en el segundo semestre de 2009. Un inicio de recuperación ocurrió en el último trimestre del año pasado, verificado a partir de la reducción del ritmo de caída. El último momento se refiere a los dos primeros meses de 2010: las importaciones del país presentaron expresivo crecimiento, pero aún no recuperaron los valores de dos años antes.

**Tabla 3.2: Estados Unidos - importaciones por sectores, trimestres seleccionados de 2008-2009 y primer bimestre de 2010 (en %)**

Sector	2008		2009		ene.-feb. 2010/ ene.-feb. 2009	ene.-feb. 2010/ ene.-feb. 2008
	3T	4T	2T	4T		
Productos de origen animal	-0.4	-1.9	-7.5	-13.1	-4.6	-14.5
Productos de origen animal	24.1	11.9	-13.2	-7.5	1.5	-3.1
Alimentos	13.0	3.2	-8.6	-3.2	8.3	-0.1
Minérios	57.6	-13.4	-54.0	-14.2	49.2	-28.0
Productos químicos	23.8	8.2	-17.8	-3.3	8.9	-7.7
Goma y plástico	8.7	0.7	-27.0	-14.3	15.3	-11.2
Cuero	1.3	-5.1	-22.9	-16.7	-1.8	-16.4
Productos de madera	-8.9	-13.9	-30.1	-17.7	2.3	-25.1
Productos textiles	-2.5	-4.8	-16.4	-8.7	1.2	-13.2
Calzados	3.1	1.0	-14.0	-8.1	1.0	-6.6
Productos de minerales no metálicos	6.1	-19.6	-31.9	9.3	32.5	-18.0
Siderurgia y productos de metal	16.3	4.4	-50.2	-36.3	-7.6	-29.0
Máquinas, equip. y material eléctrico	4.3	-11.0	-24.2	0.2	12.5	-13.2
Material de transporte	-10.3	-23.2	-46.1	-0.6	36.5	-28.2
Demás productos	1.4	-6.1	-22.5	-9.2	8.2	-13.7
<b>Total</b>	<b>14.6</b>	<b>-9.0</b>	<b>-34.3</b>	<b>-7.9</b>	<b>17.6</b>	<b>-18.9</b>

Fuente: World Bank Trade Watch, abril de 2010

**MATERIA ESPECIAL****La economía argentina y la controversia reciente sobre el uso de las reservas internacionales**

Alexandre Lautenschlager  
Fabrício Catermol<sup>1</sup>

**Introducción**

Al inicio de 2010, Argentina se tornó foco de atención de la imprenta internacional debido a la disputa entre el gobierno federal y el banco central cuanto al uso de las reservas internacionales del país. La controversia resultó en la edición de un Decreto de Necesidad y Urgencia (DNU) por la presidenta Cristina Kirchner en diciembre de 2009, en el cual era ordenada a transferencia de US\$ 6,6 mil millones de las reservas del banco central para la creación del llamado “Fondo Bicentenario”, donde servirían entonces al propósito de pagar amortizaciones de la deuda pública vencida en el año corriente. Una crisis institucional se instauró con la recusa del presidente del Banco Central de la República Argentina (BCRA), Martín Redrado, de efectuar la transacción, bajo el argumento que era necesario evaluar la validez jurídica del acto y sus efectos fiscales.

Frente al impase, Cristina Kirchner removió el ejecutivo de su cargo, alegando que este no estaba cumpliendo con su papel de funcionario público al desacatar una medida con efecto de ley e intentar promover una crisis política. Redrado inicialmente resistió a la retirada, pero menos de un mes después admitió que no respondía más por el comando del BCRA. En su lugar, asumió Mercedes Marcó del Pont, economista pos-graduada en Yale, tenida por analistas como fuertemente alineada con las ideas oficiales.

En ese medio tiempo, la oposición, de pose de la recién-conquistada mayoría parlamentaria, colocó en acción planes para contestar en el congreso y judicialmente las medidas propuestas. Con todo, la presidenta del país, adelantándose a tal estrategia, preventivamente anuló el DNU original y lanzó nuevamente en la forma de otros dos decretos de mismo efecto. El primer, hizo disponible US\$ 2,2 mil millones de las reservas para saldar deudas junto a acreedores multilaterales. El segundo, movió US\$ 4,2 mil millones de las mismas para el *Fondo de Desendeudamiento Argentino* (FDA), para pagar vencimientos junto a acreedores privados en 2010. Opositores prometieron realizar nuevas contestaciones, pero estas se dirigen apenas a la cuota destinada al FDA, ya que el pago a las instituciones multilaterales debe ser encuadrado en la legislación

<sup>1</sup>Respectivamente, economista y gerente de la Área de Comercio Exterior de BNDES.

vigente, la misma que permitió el uso de mecanismo semejante en la quitación de los haberes junto al FMI en 2006. La medida presidencial fue efectivamente rechazada en el congreso, pero aún resta el pronunciamiento de los senadores cuanto a su validez.

Delante del destaque dado al tema en los últimos meses, este trabajo busca esclarecer la situación de las reservas argentinas y sistematizar algunos de los argumentos a favor y contra su asignación para el pago de la deuda pública (como articulados, por ejemplo, en Salvatore 2010a y b). Uno de los puntos más relevantes es justamente si el estoque actualmente acumulado rebasa algún valor “óptimo”, definido a partir de las necesidades que la economía argentina tiene que proteger de choques externos. Después de esta introducción, es realizado un resumen del desempeño de Argentina durante el año de 2009, cuando fueron sentidos más fuertemente los impactos de la crisis internacional, con base tanto en los últimos documentos oficiales del país cuanto análisis del *Institute of International Finance* (IIF). La segunda sección discute más específicamente la cuestión de las reservas, siendo seguida por una breve conclusión.

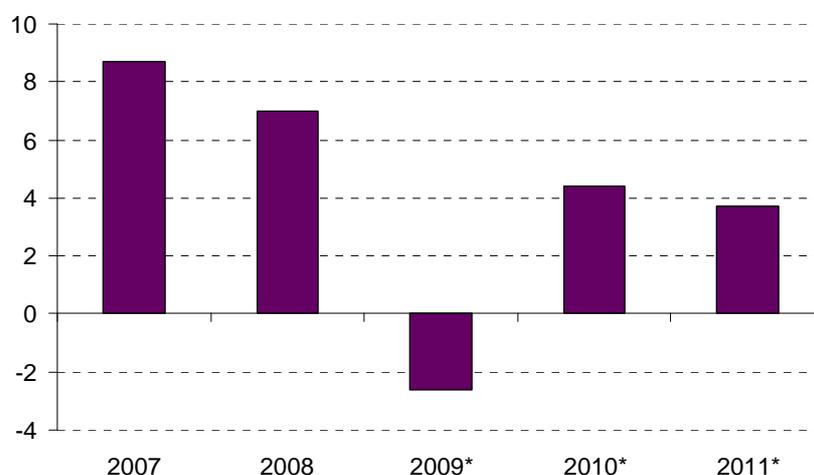
### La economía argentina en 2009

Entre los años de 2003 y 2008, la economía de Argentina presentó su mayor ciclo de crecimiento desde la pos-guerra. La expansión ocurrió en gran medida por la recuperación de la fuerte crisis que asoló al país en los años inmediatamente anteriores y fue liderada por la demanda interna, principalmente por la inversión, que amplió su participación en el PIB de 11% en 2002 para cerca de 23% en 2008, valor más elevado de los últimos 30 años. La economía del país presenta tradicionalmente fuerte sector agrícola exportador, bien como una industria bien desarrollada, en la cual se destaca el sector automotriz. La renta *per capita* (US\$ 14.000 por el concepto de PPP) es elevada para los patrones de América Latina, y el país presenta una de las tasas más altas de alfabetización del mundo.

Entretanto, después de cinco años de crecimiento medio del PIB en torno de 9% a.a., la economía argentina empezó a sentir los efectos de la crisis internacional a mitades de 2008, lo que puso fin a su ciclo expansivo. Un importante problema derivado de la baja confianza en las estadísticas oficiales de inflación es la dificultad de evaluar la trayectoria real de las principales variables económicas argentinas. Así, a pesar de ser inequívoco que la crisis y una fuerte seca, responsable por una caída de 30% de la producción de granos, perjudicaron sensiblemente el crecimiento del país, gobierno e instituciones privadas divergen sensiblemente cuanto al resultado calculado en 2009.

Según los datos del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de Argentina (MECON), el PIB en el tercer trimestre del año pasado habría presentado una variación de -0,3% con relación al mismo periodo de 2008. Con todo, calculada a partir de estimativas privadas de la inflación, la contracción del PIB en términos reales estimada por el IIF para 2009 habría sido de 2,6%, en contraste con crecimientos de 7,0% y 8,7% en los dos años anteriores. Según la institución, en 2010, el mantenimiento de políticas expansionistas, mejoras en las condiciones climáticas y una cosecha récord de granos empujarán una retomada del crecimiento del PIB a 4,4% (Gráfico 1). El Banco Central de República Argentina (BCRA) también refleja en su último reporte la expectativa que el año corriente represente una continuidad del proceso de recuperación de la economía. Además de los factores ya resaltados, la autoridad monetaria antevé un retorno del consumo de las familias, estimulado por el aumento del crédito privado, y de las inversiones, bastante deprimidos en el año anterior. Entretanto, el texto del documento apenas cita un “piso” para la proyección de crecimiento en 2,5%, apuntando que entre las consultorías privadas consultadas el consenso es próximo a 3,3%.

Gráfico 1: Variación real del PIB, 2007 – 2010 (% a.a)



Fuente: IIF, \* estimativa y proyecciones.

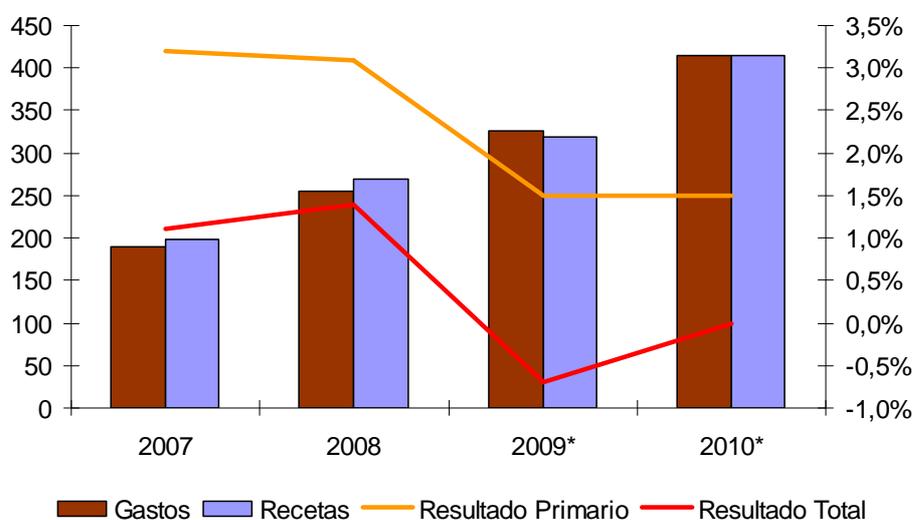
Por el lado fiscal, el estímulo implementado por el gobierno argentino para combatir los efectos de la crisis internacional correspondió a aproximadamente 1,3% del PIB. Tal impulso se dió tanto por medio de mayores gastos y repases por el sector público, cuanto por un menor ritmo de crecimiento de la recaudación, resultante de la actividad económica menos calentada. Desde 2004, las recetas y gastos del sector público no financiero han expandido su participación en el producto casi que continuamente, pero apenas en el tercer trimestre del año pasado los segundos rebasaron los primeros

(22,3% y 21,3%, respectivamente). La estimativa del IIF es que en 2009 los dispendios hayan crecido a una tasa de 28%, mientras la variación de las recetas quedó 10 p.p. abajo.

Según los documentos oficiales más recientes, la expansión de los gastos fue concentrada en gastos de capital (aumento de 53%), distribuidos mayoritariamente entre las transferencias de capital a los gobiernos subnacionales e inversión real directa. El crecimiento de la arrecadación tributaria tuvo como principales componentes los ingresos de la seguridad social (69,2%) e impuestos sobre valor agregado (20,1%), mientras que los derechos sobre exportación contribuyeron negativamente (-11,3%). Como resultado, el superávit primario divulgado presentó retracción en línea con lo previsto en el presupuesto, para el equivalente a 1,36% del PIB. Descontados los gastos con intereses, el resultado nominal es proyectado por el IIF como un déficit de 0,7% del producto, rompiendo un ciclo de 6 años de superávits. Aisladamente, el valor puede ser considerado bajo si comparado a los mostrados por otros países durante el año pasado, pero debe ser llevado en cuenta que parte relevante de su financiamiento se dio por recursos extraordinarios (alocación de Derechos Especiales de Retirada del FMI y contribuciones de la Agencia de Seguridad Social – ANSES).

Para 2010, mismo con la revisión de algunos componentes del gasto públicos para más, el BCRA trabaja con un superávit primario en acuerdo con lo definido en el presupuesto del año (PN-10), de 2,3% del PIB. En contraposición, el IIF, con base en los datos de instituciones privadas, admite que el crecimiento de la economía y mayores exportaciones agrícolas deben colocar la expansión de las recetas nuevamente arriba de los gastos, pero prevé que el resultado primario permanezca prácticamente constante en 1,5% del PIB, al paso que su equivalente nominal se torne nulo (Gráfico 2). De la necesidad total de financiamiento del año, estimada en US\$ 10,4 mil millones, se espera que US\$ 6,4 mil millones sean cubiertos con créditos junto a Instituciones Financieras Internacionales (IFIs), al *Banco de La Nación* y al BCRA. Otros US\$ 1,8 mil millones están en control del gobierno, no presentando problemas en su rolaje, y los US\$ 2,2 mil millones restantes serán provenientes de las reservas internacionales.

Gráfico 2: Gastos, Recetas (AR\$ mil millones) y Resultado Fiscal (% PIB)  
2007 – 2010



Fuente: IIF, proyecciones

Con todo, si mantenidas las mismas condiciones de acceso a recursos por el gobierno, el déficit presupuestario previsto para 2011, de US\$ 2,5 mil millones, tendría que ser totalmente financiado por la emisión de títulos públicos. En tal contexto, el documento más reciente del IIF no descarta la posibilidad que el gobierno intente reformar el estatuto del BCRA, alterando la cláusula que limita el financiamiento hecho disponible al gobierno federal a 12% de la base monetaria adicionada de 10% de la arrecadación tributaria del año anterior. Al mismo tiempo, políticos de la situación podrían venir a proponer legislación obligando el sistema financiero privado a detener un mayor estoque de deuda pública.

Cuanto a los índices de precios, en 2009, su alta fue contenida por una conjuntura menos calentada, pero aún permanecieron fuertes divergencias entre los números divulgados por la entidad oficial de estadísticas del país (6,6%) y aquellos estimados por consultorías privadas (entre 16% y 18%). Con la substitución de Martin Redrado por Mercedes del Pont en el comando del banco central, analistas evalúan que la nueva dirección sedimentará un punto de vista según el cual la inflación debe ser caracterizada principalmente como un problema de restricción de crédito, que limita la inversión para expansión productiva. La crítica hecha a tal argumento se basa en el hecho de no ser posible la existencia de tasas de crecimiento de la inversión que consiguiesen hacer frente al aumento esperado de 25% en la demanda en 2010. Por consecuencia, el levantamiento de expectativas de inflación de la *Universidad Torcuato Di Tella* muestra una variación de 31,1% en el acumulado de los próximos 12 meses. Tal valor refleja la preocupación con que, para evitar que el

aumento de los precios no erosione aún más su popularidad, el gobierno debe garantizar aumentos expresivos para sus funcionarios, estimulando el sector privado a hacer lo mismo.

En el sector externo, tradicionalmente, el resultado de la cuenta corriente argentina acompaña de manera muy cercana las tendencias del saldo de la balanza comercial. A lo largo del año pasado, ambas permanecieron positivas, dada la caída más pronunciada de las importaciones frente a las exportaciones. Según las estimativas del BCRA, las ventas externas de mercaderías disminuyeron 21% en 2009, sumando US\$ 55,5 mil millones. Compras, deprimidas por el menor nivel de actividad, tendrían retraído aún más fuertemente, en 32%, totalizando US\$ 39,0 millones. Tal dinámica permitió al país obtener un saldo comercial de 3% del PIB, 34,9% arriba del verificado en 2008.

En las cuentas de 2009, los Derechos Especiales de Retirada (DER) del FMI fueron contabilizados en la cuenta de transferencias corrientes, elevando un ya substancial superávit en tal rubrica (el octavo año consecutivo, en la mayor secuencia de la historia Argentina). En 2010, la consultoría Econviews prevé superávit corriente de US\$ 9,5 mil millones, déficit en capitales de US\$ 4,5 mil millones y aumento de aproximadamente US\$ 5 mil millones en las reservas internacionales. De acuerdo con el análisis del BCRA, el regreso del crecimiento económico argentino debe resultar en un aumento de las importaciones, principalmente de insumos intermediarios (industriales y energéticos) y bienes de consumo. Por otro lado, el sector agropecuario se debe beneficiar de mejores condiciones climáticas y una recuperación de los precios internacionales de sus productos. Exportaciones de manufacturados, especialmente en el sector automotriz, también crecieron, acompañando una recuperación del mercado brasileiro. Sumados esos factores, la contribución de la balanza comercial, a despecho de la perspectiva de continuidad en la acumulación de reservas, debe ser relativamente menor que la observada en 2009.

### **Reservas argentinas**

Al momento de la determinación presidencial que US\$ 6,6 mil millones de las reservas argentinas serían usadas para el pago de deudas vencidas en 2010, uno de los argumentos que los opositores de la medida se utilizaron para resistirla es que esta representa la apropiación por el gobierno federal de recursos que son propiedad del pueblo argentino, acumulados mediante los esfuerzos de los exportadores del sector privado.

Con todo, un análisis más detallado llama la atención para el hecho que el tratamiento de las reservas internacionales como una “riqueza” ignora que, en la verdad, tales recursos son una variable dentro del modelo macroeconómico más amplio. Para un dado flujo de divisas por transacciones corrientes o de la cuenta financiera, su nivel es determinado en última instancia por la decisión económica de como atender dos tipos de propósitos: la protección contra choques externos y el estímulo a la competitividad internacional del país vía una tasa de cambio desvalorizada (Salvatore, 2010b).

En ese sentido, Aizenman y Lee (2005) proveen evidencia empírica que el motivo “precaucional” prevalece sobre el “mercantilista” en la explicación del volumen acumulado de reservas internacionales de la mayoría de los países. En esos casos, la función atribuida a las reservas internacionales es garantizar que “paradas bruscas” en los flujos de capitales externos, asociadas a crisis financieras o de cambio, no se reflejen integralmente en una caída de la absorción interna. Además, como la propia incidencia de tales eventos depende de la percepción de los agentes con relación a la capacidad de respuesta de las autoridades a imprevistos, el acumulo de reservas también ayuda en la prevención contra desarrollos adversos en el balance de pagos. De hecho, García y Soto (2004) evalúan que, estadísticamente, el nivel de reservas es fuertemente relevante para la prevención de crisis, mismo cuando el resultado es controlado para el grado de desarrollo de las variables institucionales usualmente observadas.

En el caso específico de Argentina, es vigente desde 2002 una opción por el manejo del cambio en un régimen semifijo. En tal situación, la acumulación de reservas se torna una variable endógena, ya que los ingresos netos de divisas demandan la expansión de la base monetaria y subsecuente emisión de títulos públicos para su “esterilización”. En las palabras de la presidenta del banco central Marcó del Pont: “[la acumulación de reservas] no fue un objetivo en si misma, si no la contrapartida de una decisión estratégica de sostener una tasa de cambio competitiva” . No existiendo un límite máximo, es posible que el valor de las reservas internacionales rebase lo estrictamente necesario para proveer protección externa. Como observado por Rodrik (2006), las reservas implican un dado “costo social”, definido por la diferencia entre su remuneración y el costo de encuadramiento externo. Por tanto, es económica y socialmente justificable que se cuestione el uso alternativo de una cuota de las reservas que se muestre excedente.

En 2005, la conyuntura positiva permitió a Argentina acumular reservas arriba del nivel que las autoridades consideraban deseable, abriendo espacio en aquel año al pago de la deuda pendiente con el FMI al valor de US\$ 9,5 mil millones. Con la continuidad de los saldos comerciales en los años siguientes, en

2009, el valor acumulado de US\$ 48 mil millones representaba nuevamente un punto elevado de la serie histórica, permitiendo una nueva discusión sobre su adecuación (Gráfico 3). Teniendo como referencia la estimativa oficial del balance de pagos en 2009, tales activos proveen una cobertura correspondiente a 9,4 meses de los gastos con importación de bienes y servicios y pago de rentas. De la misma manera, equivalen a 40,7% de la deuda externa total.

Gráfico 3: Reservas Internacionales, 2003 – 2010 (US\$ mil millones)



Fuente: BCRA

Entretanto, en la evaluación de Salvatore (2010a), el valor oficial es en parte superestimado por lo que el autor denomina como siendo una “contabilidad creativa”. A través de esta, son incluidos en los activos cerca de US\$ 15 mil millones de encajes de depósitos en dólares de los bancos privados junto al banco central y préstamos tomados del BIS, que en la verdad son pasivos del BCRA. Aún así, si contabilizadas de forma tradicional, las reservas al valor de US\$ 32 mil millones serían superiores al objetivo normalmente perseguido por autoridades monetarias en la mayoría de los países.

En algunos países desarrollados, históricamente, la regla de bolsillo para determinación del nivel necesario de reservas internacionales para motivos “transaccionales” es la de la cobertura de 3 meses de importaciones. Otra forma reconocida para evaluar su adecuación es la llamada regla “Greenspan-Guidotti” de equivalencia con el total de la deuda externa de corto plazo. Teóricamente, la relación se justifica por el hecho que el acumulo de reservas equivale al pago de deudas de corto plazo a través de la emisión de compromisos con plazo más largo. Los segundos tienen menor riesgo de rolaje, pero también son sujetos a

mayores tasas de intereses. Una de las explicaciones para el por qué del sector privado no realizar su propio acumulo de reservas independientemente del gobierno es justamente la ventaja que este último puede tener en la emisión de título de madurez más larga (Jeanne y Rancièrè, 2006).

Para Argentina, se argumenta que su falta de acceso al mercado internacional de crédito, aliada a la posibilidad, tradicionalmente presente en el país, de fuga de recursos domésticos para otras monedas exige un nivel mayor de reservas internacionales que el usual. Tal perspectiva implica tornar la variable condicional a la evaluación de los agentes privados de la política macroeconómica implementada por el gobierno, pero es necesario destacar que mismo en uno de los peores escenarios concebibles de falta de confianza en el peso argentino, las reservas en pose del BCRA aún son suficientes para la conversión de aproximadamente toda la base monetaria. En proyecciones más realistas, a lo largo de 2010 es esperada una demanda neta negativa por divisas y relativa facilidad por parte del gobierno en ejecutar el rolaje de sus títulos junto a un sistema financiero doméstico bastante neto, sancionando la evaluación de un relativo exceso de reservas.

No existe una respuesta bien establecida en la literatura para como se deben aplicar reservas que rebasaron el nivel “óptimo”, pero parece razonable que se disponga de los activos netos excedentes con rendimiento bajo para hacer frente a necesidades de caja más urgentes que de lo contrario dependerían de financiamiento costoso. Entre otros, algunos puntos por los cuales la utilización de las reservas podría ser positiva son: 1) señalar positivamente la capacidad de pago argentina, disminuyendo tasas de interés, aumentando el crédito en el sector público y privado y la inversión, consecuentemente, relajando también presiones inflacionarias de medio-plazo; y 2) poder permitir, en conjunto con la renegociación de la deuda en abierto, la obtención de condición de financiamiento suficientemente ventajosas para implementar un “círculo virtuoso” de administración de la deuda pública (Salvatore, 2010a p.3-4)

Tal evaluación se refleja, por ejemplo, en el modo favorable como los mercados financieros reaccionaron a la reiteración del compromiso con el pago de la deuda, mismo que con el uso de las reservas. Valores recientes de picos en el riesgo-país estuvieron más directamente asociados a la intensa confrontación política entre gobierno y oposición, retornando a niveles precrisis conforme el ritmo de la discusión se redujo. De hecho, ha sido dispensada mayor atención al andamio del proceso para la renegociación de la deuda en abierto del default de 2001, que, caso sea bien sucedido, permitiría el retorno de Argentina al mercado internacional de crédito voluntario.

Una cuestión cualitativamente diferente dice respecto a si el uso de las reservas de modo continuado es sustentable. En ese caso, la insistencia en aumentar gastos corrientes contribuye muy poco para el aumento de la capacidad productiva argentina y adiciona presiones de demanda a una economía cuya inflación ya es superior a la verificada en sus vecinos y da señales de ya incorporar un relevante componente inercial. En especial, el hecho que las estadísticas oficiales no consiguen adquirir la confianza de los actores privados es particularmente perjudicial a la coordinación de los ajustes de precios, ya que abre espacio para que errores idiosincráticos de previsión se reflejen directamente en la tasa agregada. En cierto sentido, es probable que la reversión de tal escenario podría ser más que suficiente para dispensar el recurso a medidas extraordinarias (ibid. p. 8).

### Conclusión

La crisis internacional, cuyos efectos fueron más claramente sentidos en 2009, a pesar de haber causado una reversión temporal en el ritmo de crecimiento de la economía argentina, no tuvo consecuencias inmediatas más graves al país bajo el punto de vista de su equilibrio externo. Por lo contrario, la continuidad del acumulo de reservas internacionales en el banco central recolocó el debate sobre el uso que puede ser conferido a la cuota de estas que esté en exceso a lo necesario para proteger la economía contra choques de diferentes orígenes. Proyecciones privadas para las principales variables macroeconómicas en 2010 no indican un riesgo real que justifique valores mucho más elevados para las reservas y, mismo en caso de una fuerte crisis de confianza en el peso, el valor actualmente acumulado es suficiente para garantizar la convertibilidad de casi toda la base monetaria. Existen por tanto, argumentos a favor del direccionamiento de parte de esos recursos para el pago de vencimientos de la deuda pública, pero la consecuencia de aumentos en los gastos corrientes en el contexto de una baja confianza del sector privado en los índices de precios es factor importante de incerteza con relación a la estabilidad de corto plazo. Una evaluación más consensual entre analistas es que una mejora en la previsibilidad y reducción de la inflación traerían ganancias más substanciales para la capacidad del país endeudarse externamente con costos más bajos.

### Referencias

AIZENMAN, Joshua e LEE, Jaewoo. International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence. IMF Working Paper 05/198, 2005.

GARCÍA, Pablo e SOTO, Claudio. Large Hoarding of International Reserves: Are They Worth It? Central Bank of Chile Working Papers N°299, 2004.

JEANNE, Olivier e RANCIÈRE, Romain. The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications. IMF Working Paper 05/229, 2006.

RODRIK, Dani. The Social Cost of Foreign Exchange Reserves. IMF Working Paper 05/11952, 2006.

SALVATORE, Nicolás. Acerca del Fondo del Bicentenario. Buenos Aires City (UBA) Nota Nº2, 2010a.

SALVATORE, Nicolás. Fondo del Bicentenario Reloaded: Por Qué Si y Por Qué No. Buenos Aires City (UBA) Nota Nº3, 2010b.

LA NACION. “Dicen que es “acotada” la visión de la inflación”. ([http://www.lanacion.com.ar/nota.asp?nota\\_id=1251049](http://www.lanacion.com.ar/nota.asp?nota_id=1251049)), 06.04.2010.