

# Economía Internacional

---

## SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS PARA LOS PRINCIPALES BLOQUES ECONÓMICOS

---

Rita Sánchez y Enrique Martín(\*)

### 1. Introducción

---

Nos encontramos, en este inicio de la segunda mitad del año, con un panorama diametralmente opuesto al de principios de año. Si entonces la situación era de estancamiento del crecimiento en EE.UU., a la vez que se creía que la desaceleración mundial sólo afectaría a Europa vía demanda externa, en estos momentos la situación parece ser de recuperación de la actividad en EE.UU., mientras que la desaceleración de la economía europea se hace cada vez más patente. Además, a tenor de los últimos indicadores de actividad, no parece que vayamos a asistir a una significativa mejora de la situación en Europa.

Tampoco Japón ha sido ajeno a este deterioro del crecimiento, y su economía se encuentra próxima a un escenario de recesión. En el caso nipón, las perspectivas de recuperación sostenida son aún más lejanas, ya que, ante el nulo margen de actuación de la política monetaria, no parece que las autoridades vayan más allá de prometer las tan necesarias reformas estructurales, sin que éstas lleguen a materializarse.

En lo que respecta a las economías emergentes, el principal foco de incertidumbre se centra en Argentina, país que encara un probable cuarto año de recesión. La necesidad de aliviar su dramática situación ha obligado a la puesta en práctica de diversas iniciativas, siendo la en-

trada en vigor del nuevo "tipo de cambio comercial" una de las medidas que más incertidumbre generó en el mercado.

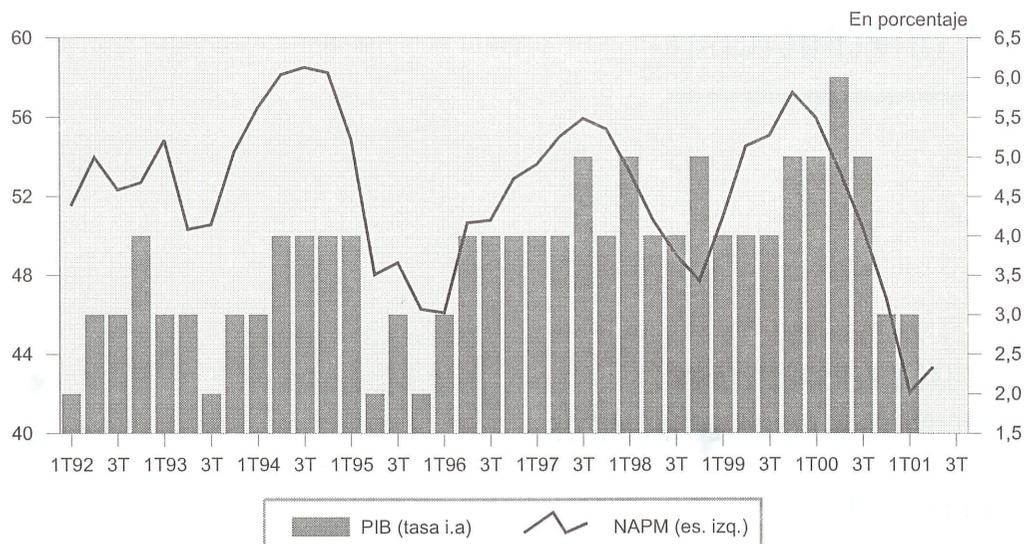
### 2. Estados Unidos

---

Los últimos indicadores en Estados Unidos coinciden en mostrar un mensaje común, y es que las fases más agudas de desaceleración ya se han superado, hipótesis que se ve reforzada por la evidente mejora que se detecta en las expectativas de los agentes, tanto en el ámbito de la actividad como en la esfera del gasto personal. No obstante, no será hasta el segundo semestre cuando los indicadores económicos comiencen a mostrar evidencias firmes de aceleración en su crecimiento. Esta hipótesis de reactivación económica se basa en el supuesto de que los efectos de la agresiva rebaja de tipos por parte de la Fed y el recorte de impuestos recientemente aprobado redunden en un repunte de la inversión y del consumo para la segunda mitad del año.

En este contexto, y tras presentar un crecimiento trimestral anualizado del 1,2 por 100, el crecimiento para el conjunto del año en Estados Unidos se situará en torno al 1,7 por 100, lo que, en cualquier caso, representaría un mínimo desde la crisis de 1991. Por partidas, se confirma la resistencia que el consumo está mostrando a la desaceleración del ciclo económico,

GRÁFICO 1  
EVOLUCIÓN DEL NAPM Y DEL PIB DE EE.UU.



mientras que la inversión sorprendió favorablemente gracias, básicamente, a la recuperación mostrada por la inversión residencial. Los datos de que se dispone apuntan a que este patrón de comportamiento se repetiría en el segundo cuarto del año (gráfico 1).

De este modo, la debilidad de la actividad industrial se prolonga e intensifica en lo que conocemos del segundo trimestre, como refleja el que en mayo se produzca el octavo descenso consecutivo de la producción industrial, con lo que la tasa de variación interanual se sitúa en mínimos desde 1991. Además, si tenemos en cuenta el comportamiento mostrado por el NAPM, no cabe esperar una recuperación impulsiva de la producción industrial en el corto plazo. De hecho, y tras haber tocado fondo en enero, el NAPM no termina de encontrar el impulso suficiente para superar el nivel crítico de 50, pese a venir creciendo durante todo el año. Cabe destacar, no obstante, que el componente que en el conjunto del año muestra un balance claramente positivo es el de pedidos, si bien aún se mantiene por debajo del límite de 50. Por tanto, el comportamiento mostrado por el NAPM anticipa una recuperación de la actividad industrial en el medio plazo, si bien los registros que muestra este indicador de sentimiento no permiten confiar en una reactivación explosiva de la producción industrial.

Esta debilidad de la actividad industrial con-

trasta con el relativo dinamismo mostrado por el consumo personal. De hecho, el renovado dinamismo de las ventas minoristas de mayo indica que, a pesar de la relativa debilidad mostrada en los meses de febrero y marzo, el consumidor americano no da muestras, por el momento, de estarse viendo afectado por la desaceleración económica. En el mismo sentido apuntan los datos de gasto y consumo personal, que se han traducido en un nuevo descenso en mayo de la tasa de ahorro hasta mínimos históricos (gráfico 2).

Además, el comportamiento mostrado por la confianza del consumidor permite anticipar una continuidad del tono mostrado por el gasto privado (gráfico 3). Así, y tras los movimientos de vaivén de los primeros meses del año, la recuperación experimentada en junio parece apuntar a un mantenimiento del actual ritmo de avance del gasto de las familias en los próximos meses, sobre todo si tenemos en cuenta que es el componente de expectativas el que viene mostrando el comportamiento más expansivo. En cualquier caso, hay que tener en cuenta los dos efectos contrapuestos que juegan sobre la evolución del consumo privado. Por un lado, el fuerte estímulo que supone la bajada de 275 p.b. por parte de la Fed, a lo que se une la rebaja de impuestos con efecto retroactivo a partir del 1º de enero, que se estima reparta entre los consumidores cerca de 39.000 millones de dólares. Por el otro lado, la evolución del empleo, que

GRÁFICO 2  
IPI TECNOLOGÍA Y EXCLUIDO TECNOLOGÍA EN EE.UU.  
(Tasa interanual. En porcentaje)

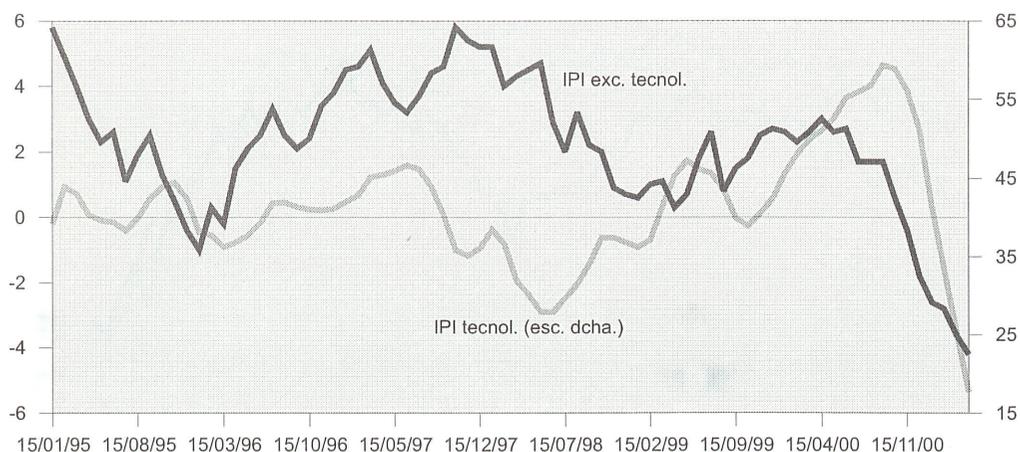
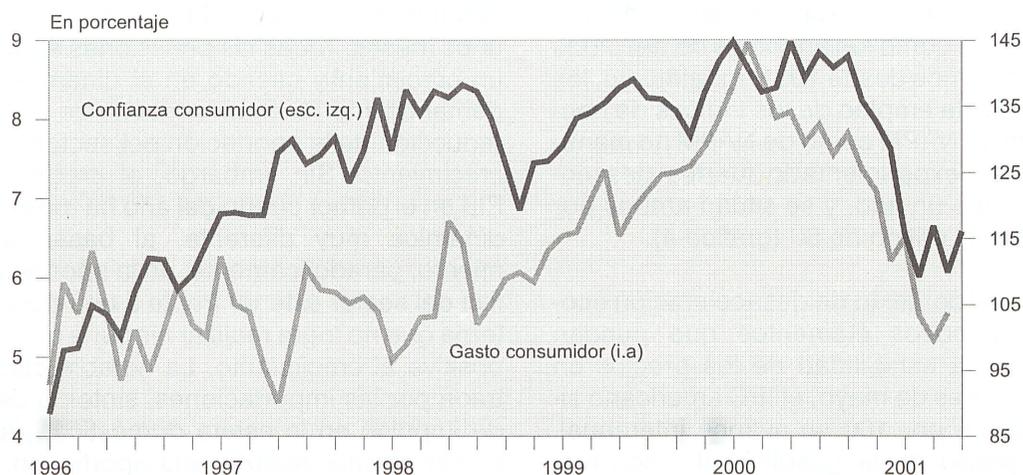


GRÁFICO 3  
CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y GASTO DE LAS FAMILIAS



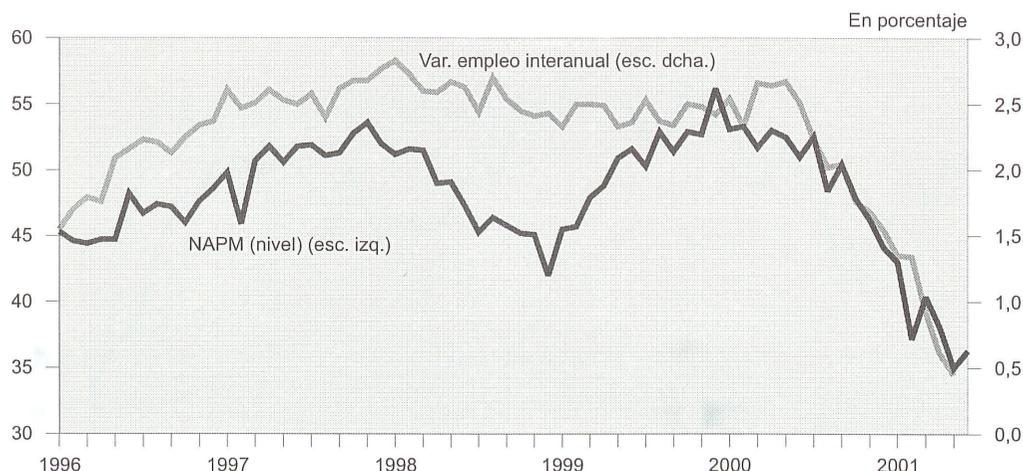
puede llegar a afectar los planes de gasto de las familias americanas.

En este sentido, destacar que en el mes de mayo continúa la fuerte destrucción de empleo registrada en el sector manufacturero, 124.000 empleos (máximo desde que en verano de 1998 se convocara la huelga de General Motors). De hecho, en lo que va de año en esta esfera de actividad se han perdido 433.000 puestos de trabajo, frente a los 167.000 empleos perdidos en el conjunto del pasado año. Este resultado, in-

cluso, supera la destrucción de puestos de trabajo que se produjo en el sector manufacturero en la crisis de 1991. Por su parte, el sector servicios arroja una creación cercana a los 820.000 empleos en los cinco primeros meses del año, resultando clave este vigor del empleo en la esfera de servicios para comprender la resistencia que caracteriza al gasto del consumidor.

En cualquier caso, un mayor deterioro del mercado laboral puede traducirse, tanto por efecto renta como a través de un deterioro de la

GRÁFICO 4  
NAPM (COMPONENTE DE EMPLEO) Y EMPLEO EN MANUFACTURAS



confianza, en una desaceleración del consumo. A tenor de los indicadores de empleo que vamos conociendo, no cabe esperar una mejora significativa de la situación en el mercado laboral por el momento. Tanto las demandas de empleo semanales como los anuncios de despidos siguen en máximos desde 1991. Igualmente, los componentes de empleo de los índices de confianza, tanto de NAPM como de NAPM no manufacturero, han experimentado fuertes descensos desde hace un año, y se sitúan ambos por debajo del nivel crítico de 50 (gráfico 4).

En el actual contexto de desaceleración económica, hay pocos elementos que puedan comprometer la estabilidad de los precios en EE.UU. En el mes de mayo, el IPC americano situaba en el 3,6 por 100 su avance interanual, siendo el precio de la gasolina el único elemento que puede introducir riesgos inflacionistas debido a los cuellos de botella en el proceso de refinación, aunque, incluso esta partida está teniendo un mejor comportamiento en los primeros meses del verano. En cualquier caso, cabe destacar la resistencia del núcleo subyacente a encarar una senda clara de desaceleración, manteniéndose su crecimiento interanual en una banda del 2,5 por 100–2,7 por 100 durante el último año. No obstante, la evolución del componente de precios del NAPM matiza el riesgo de presiones inflacionistas por el lado de la oferta, reduciendo las probabilidades de repuntes significativos y sostenidos de la inflación en los próximos meses (gráfico 5).

### 3. Área euro

El comportamiento mostrado por la economía europea en el primer trimestre del año ha defraudado el escenario manejado hace sólo unos meses. Todas las previsiones apuntaban a un crecimiento basado en el dinamismo de la demanda interna en un contexto de significativa reducción de la aportación del sector exterior al crecimiento. Sin embargo, el crecimiento del PIB en el primer cuarto del año ha mostrado una dinámica muy diferente, al basar su crecimiento, paradójicamente, en la aportación positiva del sector exterior frente a una demanda interna que no logra realizar ninguna contribución positiva al crecimiento. La notable caída mostrada por las importaciones, síntoma de la falta de impulso en la esfera doméstica, permite al sector exterior realizar una aportación positiva al crecimiento trimestral del PIB de 0,5 p.p. pese a la clara ralentización que se detecta en la evolución de las exportaciones (gráfico 6).

El decepcionante comportamiento exhibido por el consumo privado en los comienzos del año defrauda las perspectivas de reactivación que encontraban como argumentos el efecto positivo sobre la renta disponible de las familias de la entrada en vigor de recortes fiscales en varias de las economías de la región —entre ellas Alemania, Francia e Italia— y la senda descendente iniciada por la inflación tras los máximos alcanzados en noviembre del pasado año.

GRÁFICO 5  
IPC DE ESTADOS UNIDOS  
(Tasa interanual)

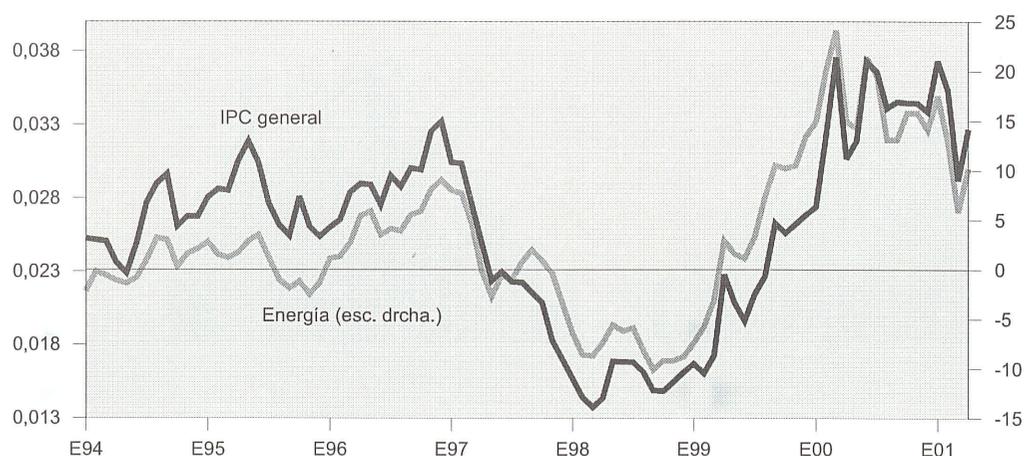
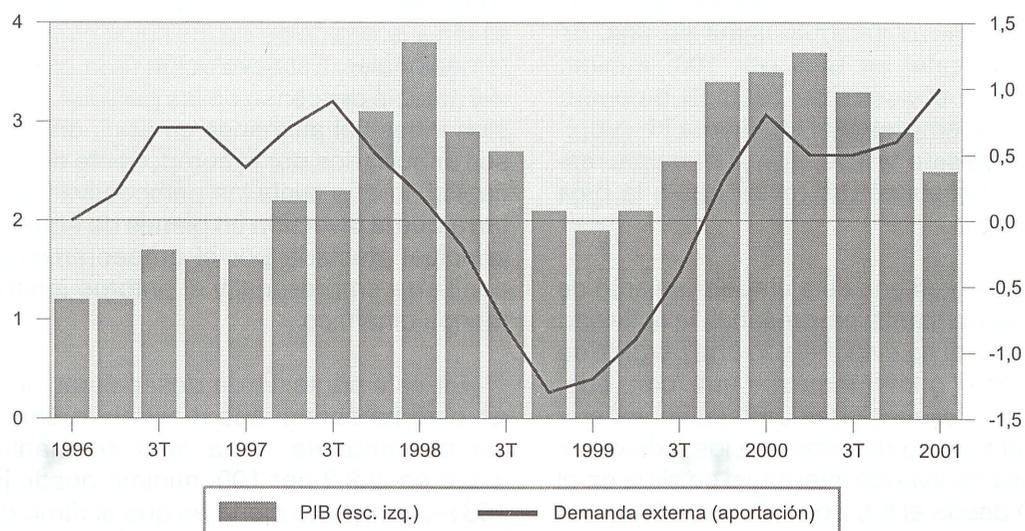


GRÁFICO 6  
PIB Y APORTACIÓN DEL SECTOR EXTERIOR EN EL ÁREA EURO  
(Tasa anual. En porcentaje)

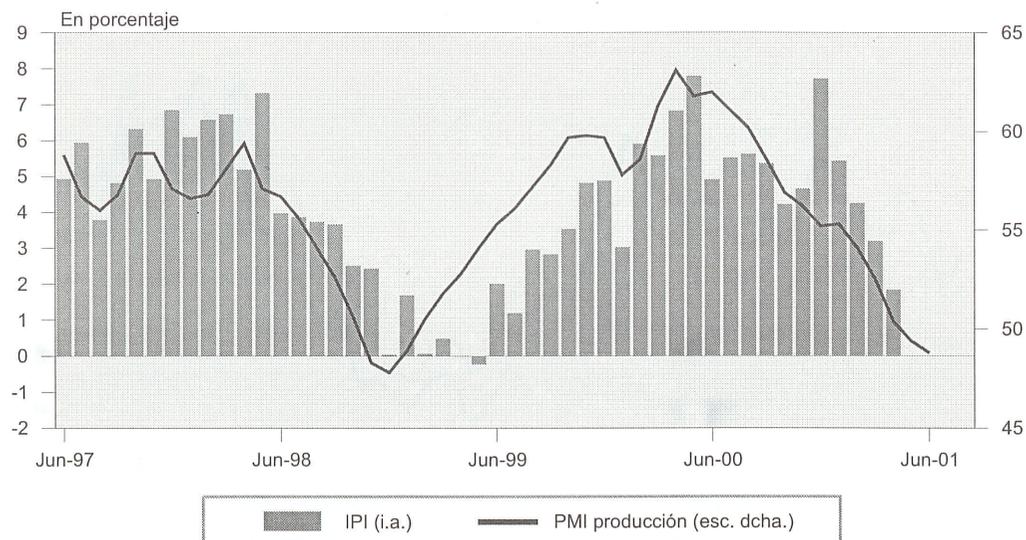


Sin embargo, la persistencia de las tensiones inflacionistas en el primer trimestre, el traslado al mercado de trabajo del menor vigor en la actividad y la mayor incertidumbre acerca de la evolución económica en el corto plazo son factores que finalmente han condicionado la falta de impulso del gasto de las familias en este periodo. El máximo exponente de estos dos factores ha sido Alemania, en donde el aumento del desempleo y los máximos registrados por la inflación en el primer trimestre han diluido el

efecto favorable de los recortes fiscales sobre la renta disponible de las familias, favoreciendo el estancamiento mostrado por el consumo privado. En contraposición, el dinamismo mantenido por el mercado de trabajo francés y la notable contención de los precios al consumo han impulsado una marcada reactivación del consumo privado (gráfico 7).

Junto a esta debilidad del consumo privado, el otro componente responsable de esta evolu-

GRÁFICO 7  
PMI MANUFACTURAS E IPI EN EL ÁREA EURO



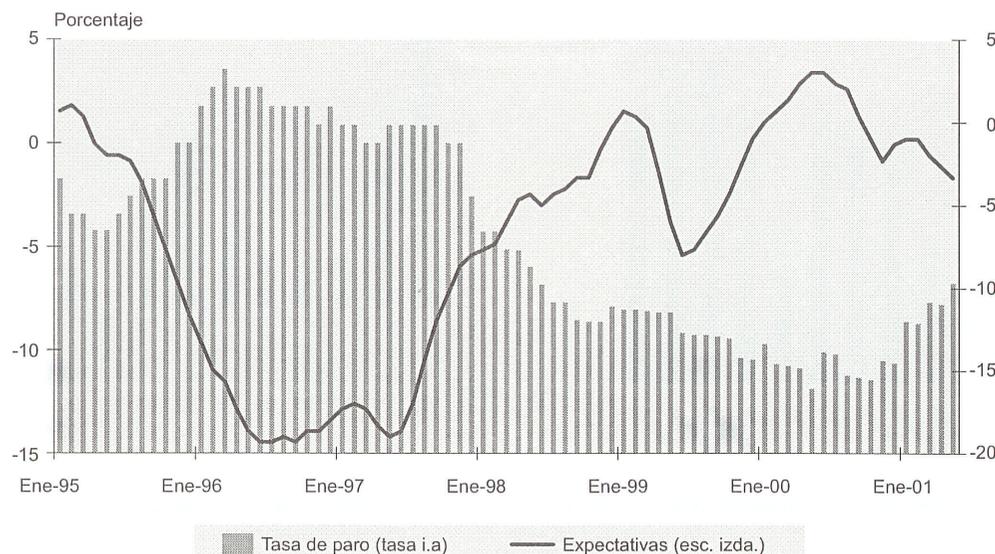
ción de la demanda interna en el primer trimestre ha sido la inversión empresarial, que, con una caída de nueve décimas, sitúa su tasa de variación interanual en el 1 por 100, mínimo desde el primer trimestre de 1996. El deterioro de la confianza empresarial en el área ha propiciado que haya sido la inversión la principal responsable de las sucesivas revisiones a la baja del crecimiento.

También en línea con este empeoramiento de los índices de confianza empresarial, la actividad industrial del área ha evidenciado una pérdida de dinamismo en el primer trimestre que, con todo, no ha sido tan pronunciada como cabía esperar a la vista del intenso deterioro de los índices de clima –la tasa de avance interanual se sitúa en el 4,2 por 100 desde el 5,5 por 100 precedente. La producción de bienes de consumo duradero y la de bienes intermedios son las que mayor desaceleración exhiben en el periodo enero–marzo. Por su parte, el IPI de capital, pese a evidenciar una pérdida de dinamismo, –su crecimiento interanual se cifra en un 8,7 por 100 desde el 10,4 por 100 anterior–, todavía mantiene ritmos de avance importantes. Finalmente, destaca favorablemente la evolución del IPI de bienes de consumo no duradero, cuya aceleración en el primer trimestre avalaría las perspectivas de cierta reactivación del gasto de las familias en este periodo. En los próximos meses, resulta factible que la producción industrial pronuncie su moderación,

siendo la partida de bienes de capital la que se vería más afectada a causa de su elevada exposición a la evolución de los flujos comerciales internacionales. Esta evolución es la que se deriva del notable descenso de los pedidos y la producción industrial alemanes en abril, en ambos casos impulsados por el componente de bienes de capital, lo que avala las perspectivas que apuntan a que la inversión en bienes de equipo será la principal afectada por el empeoramiento de la confianza empresarial y el entorno internacional menos dinámico.

En este contexto de desaceleración, la tasa de paro ha continuado mostrando una tendencia descendente –esta *ratio* se mantiene en mayo en el 8,3 por 100, mínimo desde junio de 1991–, aunque lo cierto es que el ritmo de caída ha venido frenándose en los últimos meses. En este sentido, nuevamente Alemania destaca por la desfavorable evolución del mercado de trabajo, con una pérdida de dinamismo que no muestra indicios de remitir por el momento. Así, la tasa de paro permanece anclada desde principios de año en el 9,3 por 100, mientras el número de desempleados se ha incrementado en este periodo en 57.000 individuos, frente a la caída de 99.000 registrada en el mismo periodo de 2000. Nuevamente cabe llamar la atención sobre el contraste que se observa con el mercado de trabajo de Francia, en donde el descenso del número de parados en los cinco pri-

GRÁFICO 8  
PARO Y EXPECTATIVAS DEL CONSUMIDOR



meros meses del año supera los 80.000 individuos, de forma que la tasa de paro se encuentra situada en el 8,7 por 100, mínimo de los últimos 18 años (gráfico 8).

Con todo, cabe destacar que incluso en Francia, sin duda uno de los mercados de trabajo más dinámicos del conjunto del área, este registro supone una moderación en el ritmo de descenso del desempleo. Esta pérdida de vigor del mercado laboral está teniendo su reflejo en un empeoramiento de la confianza de los consumidores, y constituye un factor adicional que podría lastrear la recuperación del gasto de las familias.

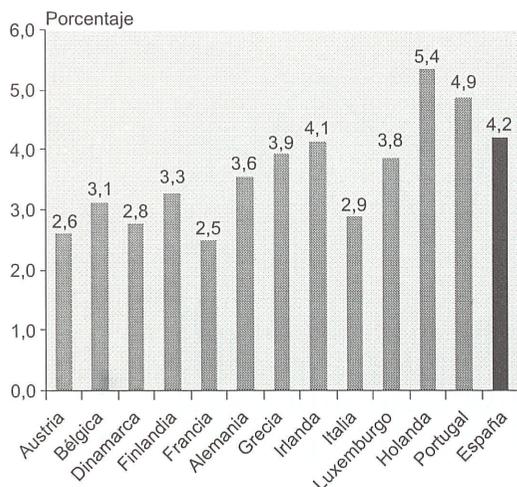
En lo referente al sector exterior, los flujos comerciales del área euro han registrado una clara moderación en el primer trimestre que ha llevado tanto a importaciones como a exportaciones a situar su ritmo de avance interanual en niveles en torno al 12 por 100, frente a las tasas superiores al 20 por 100 de finales de 2000. En este ámbito, cabe destacar que la moderación de las importaciones –en sintonía con la mejoría exhibida por la subbalanza energética– ha sido superior a la pérdida de vigor de las exportaciones, que ya empiezan a acusar los efectos de la desaceleración de la economía mundial –en particular EE.UU. y Japón– sobre los flujos comerciales del área euro. Resulta previsible que la intensificación de la tendencia de desaceleración de las exportaciones en los próximos meses –anticipada por

las fuertes caídas de los pedidos industriales en varios de los países de la zona– trunque la tendencia de recuperación del saldo comercial.

En materia de precios, la inflación del área euro ha continuado mostrando una fuerte resistencia a la baja que la ha llevado a retornar en abril a los máximos registrados el pasado mes de noviembre del 2,9 por 100. En los primeros meses del año, la desaceleración del componente energético ha estado contrarrestada por diversos factores, como el encarecimiento de los alimentos a raíz de las crisis en el sector ganadero, el incremento de precios administrados y la sostenida aceleración exhibida por el núcleo subyacente como resultado del traslado de las tensiones generadas por la debilidad del euro y el alza del precio del petróleo a las restantes categorías de bienes y servicios. Sin embargo, el nuevo incremento registrado por el precio del petróleo y la acusada debilidad del euro están volviendo a presionar al alza el precio de los *inputs* importados, frenando la desaceleración del componente energético y retrasando el retorno de la inflación a niveles del 2 por 100 hasta el primer trimestre de 2002 (gráfico 9).

#### 4. Japón

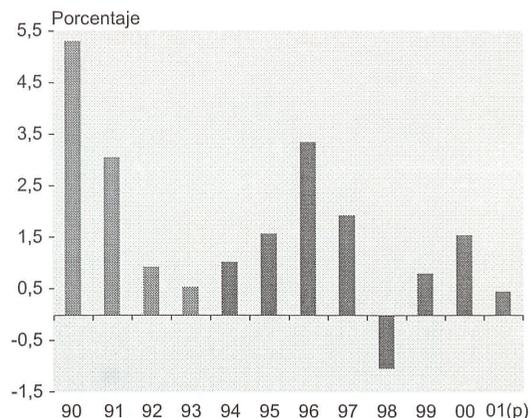
La recuperación de la economía japonesa parece cada día más lejana. De hecho, el PIB

GRÁFICO 9  
IPCA EN MAYO

del primer trimestre ha presentado una caída del 0,2 por 100, registro que se debe a la debilidad mostrada por todos los componentes, a excepción del de inversión pública. Así, esta rúbrica muestra un incremento del 5,2 por 100, reflejo de los efectos derivados del paquete de estímulo fiscal aprobado en noviembre del pasado año. Pese a este vigor, el notable descenso presentado por la inversión residencial y, en menor intensidad, por la inversión en bienes de equipo condiciona que la formación bruta de capital muestre un leve descenso. En lo que respecta al consumo privado, y en línea con la apatía mostrada por diversos indicadores en el período de referencia, presenta una variación nula. Este deterioro puede intensificarse en el segundo trimestre, a tenor de la mayor debilidad exhibida por estas estadísticas en ese periodo, en un contexto en el que la apatía del mercado de trabajo no augura un pronto cambio de tendencia.

En este contexto de notable desaceleración de la demanda interna, las importaciones presentan el descenso más pronunciado desde finales de 1998. Sin embargo, el notable retroceso de las exportaciones explica que la demanda externa drene 0,2 p.p. al avance trimestral del PIB, tendencia que puede intensificarse en el segundo trimestre, como apunta el comportamiento de las estadísticas de comercio exterior hasta abril.

En suma, los datos de PIB sitúan el crecimiento de Japón en el ejercicio fiscal 2000 en un

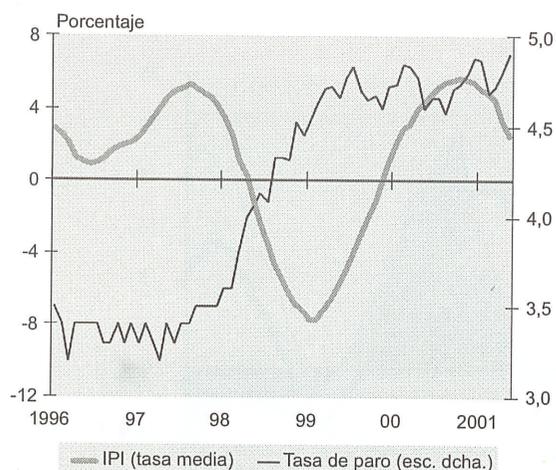
GRÁFICO 10  
DATOS ANUALES DE PIB

0,9 por 100, frente al 1,2 por 100 contemplado en presupuestos. Además, la ausencia de noticias positivas en cualquiera de los ámbitos de actividad perfila un escenario bastante pesimista en el corto plazo, hipótesis que se ve reforzada con el nuevo descenso mostrado por el índice Tankan en el segundo trimestre. En suma, nos encontramos con nuevos elementos que configuran un escenario de extrema debilidad que se traduciría en un crecimiento del PIB en 2001 en torno a un 0,4 por 100–0,5 por 100 (gráfico 10).

Incluso el Banco de Japón, en sus últimos informes mensuales, reconoce la gravedad de la situación y deposita sus esperanzas de recuperación en que la debilidad del yen unida a la aceleración que se espera para Estados Unidos en la segunda mitad del año, impulse sus exportaciones y, por ende, al conjunto de su economía. A juicio de la autoridad monetaria, el consumo privado continúa sin mostrar el impulso necesario para superar la crisis en la que se encuentra inmerso, al tiempo que la producción industrial acumula evidencias de brusca desaceleración. En este contexto, tan sólo la inversión pública presenta cierto dinamismo, tendencia que se prolongará en el medio plazo gracias a los beneficios derivados de los fondos públicos destinados a este capítulo en el último paquete de estímulo fiscal.

En este contexto de apatía económica, la evolución del mercado de trabajo se ve seriamente afectada. De hecho, en mayo se registra

GRÁFICO 11  
IPI Y TASA DE PARO EN JAPÓN



un nuevo repunte de la tasa de paro hasta máximos del 4,9 por 100, resultado que se produce aún a pesar de la sustancial creación de empleo registrada en dicho mes. En cualquier caso, y pese a los nuevos puestos de trabajo creados, el nivel de empleados ni siquiera iguala los anotados un año antes. Por sectores, el de manufacturas continúa siendo el sector en el que se sigue destruyendo más empleo, en línea con la apatía mostrada por la actividad en dicho segmento (gráfico 11).

Es esta falta de vigor del mercado de trabajo el principal responsable de la apatía que caracteriza al gasto personal. En este sentido, en abril, el gasto total de las familias niponas presenta un nuevo retroceso, con lo que, en términos reales, sitúan su ritmo de variación interanual en mínimos desde marzo de 1998. No obstante, estos resultados ya se anticipaban a tenor del sustancial desplome que mostraron tanto las ventas minoristas como en grandes superficies y que ha provocado que se sitúen, de nuevo, en registros inferiores a los anotados en el año previo. Además, la intensificación del enfriamiento de la actividad industrial podrá tener efectos sobre la creación futura de empleo, deteriorando aún más la ya delicada situación del gasto personal.

En este sentido, la brusca desaceleración de la economía estadounidense y la ralentización del crecimiento de los países asiáticos está castigando con especial virulencia la evolución del sector industrial nipón. De hecho, hasta mayo la

producción industrial acumula un retroceso cercano al 9 por 100. Además, las perspectivas que el propio Ministerio de Industria y Comercio maneja para los próximos meses no son en absoluto optimistas. No sería hasta la segunda mitad del año, en línea con la reactivación económica que se contempla a escala mundial, cuando la producción industrial aceleraría su ritmo de crecimiento, pese a lo cual, en media del año, mostraría un descenso del 0,8 por 100, tras la expansión del 5,7 por 100 anotada el pasado año.

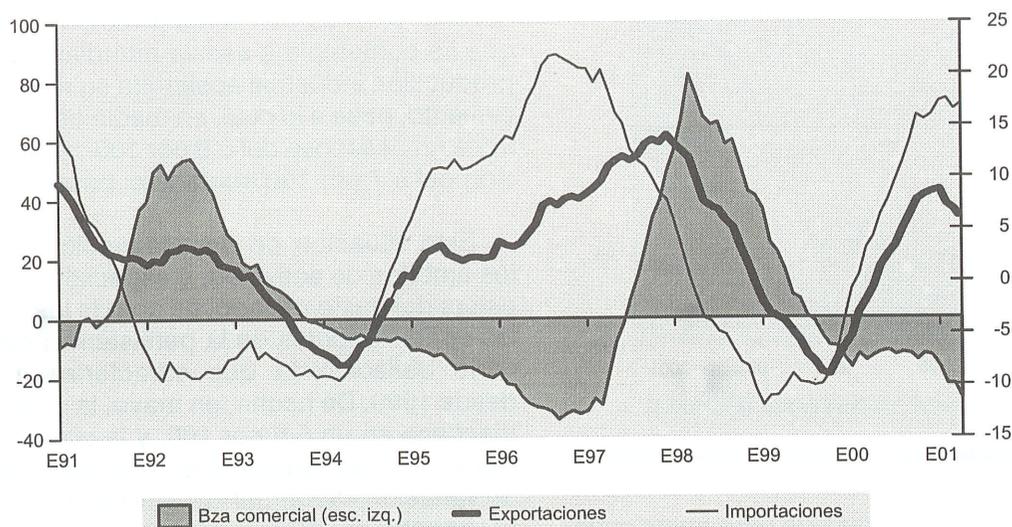
Esta situación de desaceleración en todos los ámbitos de actividad, y especialmente en la esfera del gasto privado, es una de los principales condicionantes de la persistencia del escenario deflacionista que caracteriza a Japón desde 1999. De hecho, en mayo, la deflación se mantiene en un 0,5 por 100, y la evolución que sigue el núcleo subyacente —mantiene su ritmo de variación interanual en torno al -0,5 por 100— no permite mostrarse optimista acerca de una pronta salida de esta situación. En este sentido, las previsiones del mercado continúan anticipando una deflación en 2001 del -0,3 por 100, registros que se mantendrían en 2002.

Además, el comportamiento de la balanza comercial no permite confiar en que en esta ocasión sea la demanda externa uno de los pilares en los que se base la reactivación de la maltrecha economía nipona. De hecho, en abril, el fuerte retroceso de las exportaciones explica la corrección del superávit comercial en ese mes. En este sentido, el excedente comercial se cifra en 615 m.m. de yenes, lo que representa casi un 46 por 100 menos que la cifra anotada un año antes. En lo que se refiere a la evolución de los flujos comerciales por países, destaca la sustancial corrección interanual que se produce en el superávit con la zona asiática, resultado que se debe al sustancial repunte que se registra en las importaciones procedentes de esta área (gráfico 12).

## 5. Economías emergentes: Argentina

En cuanto a América Latina, los peores augurios que se manejaban para la economía de Estados Unidos se tradujeron en una continúa revisión a la baja de las previsiones de crecimiento para las principales economías del área, en especial para México. Sin embargo, el enfriamiento de la economía estadounidense fue perdiendo su papel como principal elemento de

GRÁFICO 12  
**FLUJOS COMERCIALES EN JAPÓN**  
 (Tasa media) porcentaje



distorsión para la evolución de las economías latinoamericanas, trasladándose a Argentina este foco de incertidumbre. Además, la inestabilidad financiero-económica que viene caracterizando a Argentina durante todo el año se suma a los recientes problemas que presenta Brasil, a raíz del freno en la actividad derivado de los recortes de electricidad aprobados desde junio.

De hecho, Argentina se encuentra en camino de cerrar en 2001 su cuarto año de recesión económica, poniendo de manifiesto su incapacidad para impulsar su gasto doméstico y para superar el escenario deflacionista que le viene caracterizando. Esta crisis económica tuvo efectos desastrosos sobre las arcas públicas, y a finales de 2000 comenzaron a circular rumores de un posible impago de Argentina y de una ruptura de la convertibilidad, lo que derivó en una crisis política y provocó la renuncia del vicepresidente argentino. La gravedad de la situación obligó a negociar un paquete de ayuda financiera instrumentado por el FMI hasta el año 2002 que ascendió a cerca de 40.000 millones de dólares, de los cuales 26.000 millones estarían efectivos en 2001. Pero aún con este abultado volumen de fondos, Argentina aún tenía problemas para cumplir con sus compromisos fiscales en 2001. Este problema de solvencia fiscal provoca, por un lado, un aumento considerable de la prima de riesgo país. Por otro, aumenta notablemente la vulnerabilidad financiera

externa del país. Pero los problemas de Argentina no se limitan al ámbito fiscal y distan mucho de tener una fácil y rápida solución.

Si por algo se ha caracterizado Argentina en los últimos años ha sido por la pérdida de competitividad que se ha producido en esta economía. La fuerte apreciación del dólar, la depreciación de la divisa brasileña y la caída de los términos de intercambio dificultan enormemente mantener la convertibilidad. Además, durante el ajuste han vuelto a aumentar los conflictos sociales y el descontento de la clase política. Este clima de incertidumbre castiga necesariamente las decisiones de inversión reduciendo el crecimiento de la productividad, lo cual termina alargando de manera insostenible el proceso de ajuste.

Y para terminar de complicar el proceso no se deben olvidar los problemas políticos del actual gobierno argentino: una alianza de mayoría de centroizquierda y de un presidente de centroderecha. Ello se refleja en continuas disputas políticas, lo cual no permite una mejora de las expectativas de los agentes económicos y termina postergando decisiones de consumo e inversión. Por tanto, para salir de la crisis es necesario un impulso fiscal para que la economía vuelva a crecer. La figura que se yergue como posible salvadora de Argentina es Cavallo, el padre de la convertibilidad y ahora, diez años

después, el creador del Plan de Competitividad y del nuevo "tipo de cambio comercial". Esta ley tiene dos objetivos muy concretos: mejorar la solvencia fiscal y aumentar la competitividad de la economía.

En cuanto al compromiso de *mejorar la solvencia fiscal*, se ha concretado en la entrada en vigor, desde el 2 de abril, del nuevo impuesto sobre depósitos bancarios y retirada de efectivo a través de cheques o de cajeros, con un tipo aplicable del 0,6 por 100, nivel el que se estableció tras sucesivas elevaciones desde el 0,25 por 100 inicial. El impuesto no afecta al depósito de los sueldos, jubilaciones y pensiones. Es decir, durante el mes se puede retirar efectivo por la cuantía del sueldo depositado sin pagar el impuesto. El gravamen no afecta a las cajas de ahorro ni a los depósitos a plazo fijo. Además, el impuesto a las transacciones podrá ser utilizado como un anticipo de IVA o del impuesto a las Ganancias, cuando se haya logrado mejorar la solvencia fiscal del país y la economía comience a dar muestras de recuperación.

A través de esta herramienta fiscal podrían ingresarse en las arcas públicas cerca de 3.000 millones de pesos en lo que resta de año. Según apuntan diversas estimaciones, el déficit público este ejercicio se situaría en torno a 9.000 millones de dólares, frente a los 6.500 millones pactados con el FMI, por lo que teniendo en cuenta los ingresos derivados del nuevo impuesto quedaría prácticamente garantizado el cumplimiento de este objetivo.

En lo relativo a las acciones destinadas a *mitigar la pérdida de competitividad*, se anunció una reforma tributaria que pretende simplificar el sistema impositivo. En el plazo de un año se prevé que sólo existan dos impuestos: el IVA y el que grava las ganancias. Estas reformas se unen a la llamada "devaluación arancelaria" que establece la subida al 35 por 100 del arancel (máximo permitido por la OMC) para las importaciones de bienes de consumo de países fuera del MERCOSUR. Esta iniciativa provocaría una elevación de los precios finales dentro del país, lo que sienta las bases para salir del escenario deflacionista que viene mostrando Argentina. Además, se establece una reducción al 0 por 100 del arancel sobre importaciones de bienes de capital desde cualquier origen, con lo que cabe esperar una recuperación de la inversión privada y, por ende, del crecimiento económico. En definitiva, el Plan de Competitividad tiene por

objetivo reducir en torno al 20 por 100 los costes de producción.

Pero, sin duda, una de las iniciativas destinadas a aumentar la competitividad que más polémica suscitó fue el anuncio de la *modificación de la ley de convertibilidad* y que se interpretó, por un amplio sector del mercado, como el primer paso hacia la ruptura de la convertibilidad del peso argentino. Así, el 17 de abril el Congreso aprobó la propuesta del ministro de Economía de Argentina para introducir al euro dentro de una nueva convertibilidad monetaria.

El nuevo régimen cambiario propuesto consiste que el peso cotice con una *cesta al 50 por 100 dólar y euro*. Este sistema entraría en vigor en el momento en que el euro alcanzase la paridad con el dólar en el mercado de Londres y se haría efectivo a través de un Decreto presidencial. La composición de la cesta es razonable si atendemos a la estructura geográfica del comercio argentino. De hecho, del total de exportaciones 32 por 100 se dirigen al MERCOSUR, el 10 por 100 a Chile, el 18 por 100 a la Unión Europea, el 14 por 100 hacia Estados Unidos y el 26 por 100 a otras regiones (gráfico 13).

Pero, sin duda, el momento de máxima tensión fue cuando, el 15 de junio, se anunció que se aplicaría este nuevo tipo de cambio para las importaciones y exportaciones, a excepción de las ventas de crudo. Esto equivale a una devaluación del peso a efectos de la balanza comercial –y se pretende financiar a los exportadores a cargo de los importadores. Es decir, se abarata artificialmente el precio de exportación y se subvenciona a los exportadores por la diferencia entre el precio de venta (según la nueva cesta) y la paridad establecida de un peso por un dólar.

Por ejemplo, si tenemos en cuenta que el tipo de cambio del dólar frente al euro es de 0,8610, se tiene que el tipo de cambio del peso frente a una cesta de monedas al 50 por 100 euro y dólar se cifra en 1,0807 pesos. Por tanto, los importadores compran 8 centavos de dólar más caro y esta diferencia se ingresa en una cuenta abierta a tal efecto en el Banco de la Nación, al tiempo que de esa misma cuenta se obtendrán los fondos necesarios para financiar las exportaciones. El "factor de conversión" que en el ejemplo anterior son los 8 centavos será diferente cada día en función de la cotización del

GRÁFICO 13

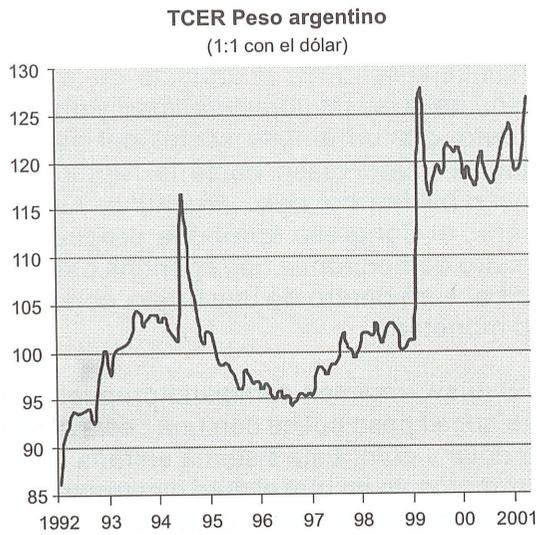
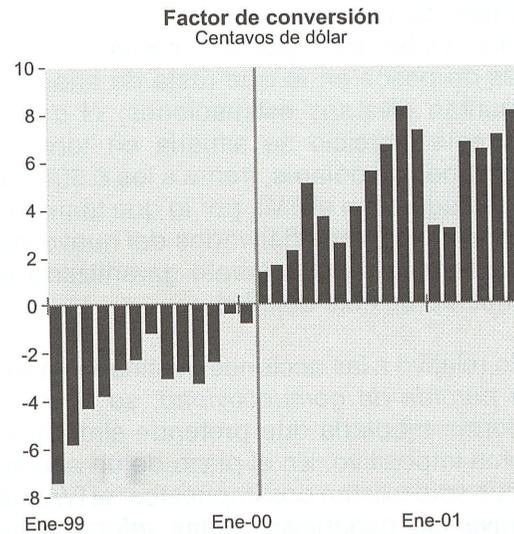
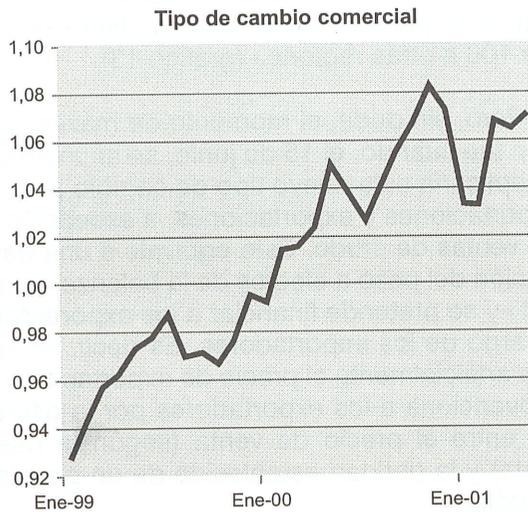


GRÁFICO 14



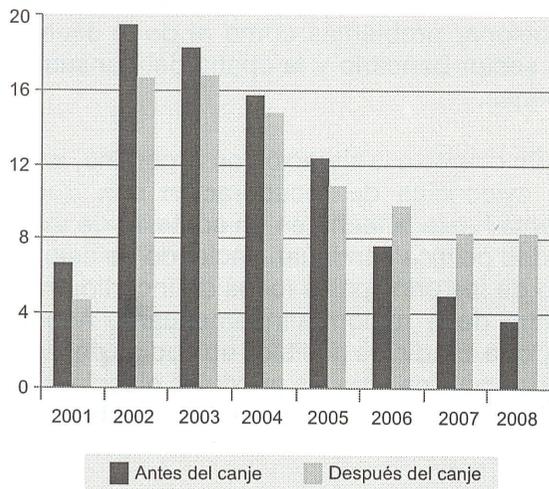
dólar frente el euro. En el momento en que la cotización del euro alcance la paridad con el dólar no sería necesario compensar ninguna transacción (gráfico 14).

Sin embargo, todas estas iniciativas no solucionaban otro de los problemas a los que debía hacer frente Argentina: cumplir con las amortizaciones y vencimientos de deuda. La solución que se lleva a cabo es la de realizar un canje de deuda de la que se excluyen los títulos en euros

y las Letes –letras con vencimiento a 3, 6 y 9 meses–. El canje se llevó a cabo con éxito y alcanzó un volumen de 29,5 m.m. de dólares (23 por 100 del saldo vivo de deuda), lo que permite al gobierno retrasar vencimientos de la deuda por 16 m.m. de dólares desde este año hasta el 2005.

Sin embargo, no todo son buenas noticias. El gobierno tendrá que afrontar un *coste* excesivo sobre las nuevas series de bonos, del or-

GRÁFICO 15  
**PERFIL DE AMORTIZACIONES  
 DE LA DEUDA PÚBLICA**  
 (M.m. dólares)



den del 15,29 por 100, frente a una cartera de bonos rescatados cuyo rendimiento real era del 14,94 por 100. Además, y puesto que las Letes no se incluyeron en el canje, persiste el riesgo de financiación a corto plazo. La situación financiera del gobierno vuelve a complicarse a partir del año 2002, cuando necesitará recurrir nuevamente a los mercados financieros. Para el año 2003 las necesidades financieras son aún mayores y podrían alcanzar los 16 m.m. de dólares.

El grueso de los intereses comenzará a abonarse a partir del año 2006, aunque los intereses devengados anteriores a esa fecha se capitalizarán y formarán parte del principal. De hecho esta operación financiera provoca un aumento neto de la deuda cercano a los 2,6 m.m. de dólares, lo que según estimaciones del propio gobierno llevará el peso de la deuda pública sobre el PIB a un nivel cercano del 50 por 100 en los próximos tres años, niveles similares a los alcanzados en 2000 (gráfico 15).

Pese a la contundencia de las medidas anunciadas, la desconfianza acerca de la capacidad argentina para sortear con éxito la crisis se ha materializado en la revisión a la baja de la calificación crediticia para su deuda soberana en moneda extranjera por parte de las principales agencias de "rating". De este modo, Argentina se sitúa a la cabeza de las economías latinoamericanas con un componente mayor de

riesgo como destino de inversión, sólo superada por Ecuador, Honduras y Nicaragua. Si se hace una comparación internacional, economías como Rumania y Rusia se encuentran en la misma escala de calificación crediticia e, incluso, Turquía supera a Argentina según los criterios de Moody's.

Desgraciadamente, los efectos de la crisis económico-financiera de Argentina han salpicado a otros países de su entorno, siendo Brasil la principal perjudicada. De hecho, el real brasileño ha mostrado un fuerte movimiento depreciador que le ha conducido a referencias que incluso han superado las cotizaciones alcanzadas a comienzos de 1999, tras tomarse la decisión de devaluar el real, lo que ha obligado a su Banco Central a intervenir en numerosas ocasiones a favor de su divisa. También el peso chileno ha mostrado una depreciación impulsiva que le ha conducido a superar cotizaciones máximas de 640 unidades por dólar.

En suma, de la capacidad de Argentina para llevar a buen término las medidas concebidas por Cavallo depende en buena medida el retorno a los mercados latinoamericanos de la confianza de los inversores.

## 6. Conclusiones

Parece que el efecto del agresivo recorte de tipos llevado a cabo por la Fed se va a dejar sentir ahí donde más necesario era, en la inversión empresarial. La mejora de las condiciones de financiación de las empresas servirá claramente de estímulo al comportamiento inversor de las mismas, todo ello condicionado a que se produzca una recuperación de la demanda y de los resultados empresariales. Si bien, parece difícil que se vuelvan a alcanzar los máximos crecimientos que alcanzara el pasado año, especialmente en las partidas de software. A esto debe unirse el efecto que sobre el consumo personal tendrá el recorte de impuestos que entrará en vigor en la segunda mitad del año. En resumen, las autoridades americanas (tanto las monetarias como las políticas) han sentado las bases para impulsar la reactivación de la economía, en especial del sector empresarial. Paradójicamente, el principal riesgo para dicha recuperación viene precisamente del componente que menos síntomas de agotamiento viene mostrando, el consumo privado. La actual dinámica de aumento del desempleo puede suponer un

serio freno a los planes de gasto de las familias en la medida en que el aumento del paro termine afectando a los niveles de renta disponible de las unidades familiares.

La situación de la economía europea no permite mostrarse tan optimista con la evolución de la economía en el corto plazo, ya que tanto los indicadores de actividad como los de consumo parecen apuntar a un menor dinamismo en los próximos meses. Además, hay que añadir las dificultades con las que se encuentra el BCE en estos momentos para acometer rebajas de tipos, ya que ni la evolución de los precios, ni la cotización del euro aconsejan, a juicio de la autoridad monetaria, un recorte de tipos que el mercado cree debió producirse meses atrás. En cualquier caso, la recuperación en EE.UU. puede devolver el dinamismo al sector exterior al tiempo que contagiaría mayor optimismo en los agentes europeos.

También sería beneficiosa para Japón una reactivación de la economía americana que sirviese de revulsivo a su sector exterior, uno de los factores que, a juicio del propio Banco de Japón, resultaría clave para impulsar el débil creci-

miento nipón. Sin embargo, la situación en este país se nos antoja mucho más complicada que la de los otros dos principales bloques económicos. Al ya mencionado agotamiento de los instrumentos de política monetaria, se une la incapacidad de las medidas llevadas a cabo para solucionar problemas como el de la situación del sector bancario y la apatía del consumidor japonés.

En cuanto a la situación en Argentina, las nulas evidencias de recuperación con que se cuenta hasta la fecha en un contexto de inestabilidad política continúan haciendo de este país uno de los principales focos de incertidumbres dentro de la región latinoamericana. Además, hay que añadir los posibles episodios de inestabilidad política ante las próximas elecciones regionales a celebrar en el mes de octubre.

#### NOTA

(\*) Departamento de Análisis de AFI.