

Estudio Bein & Asociados

Tasas de Interés: ¿Muy Altas o Muy Bajas?

Resumen Ejecutivo:

9 de marzo de 2009

Hacia un nuevo equilibrio monetario y fiscal

- ✓ **La crisis financiera: De los bancos a la economía real y viceversa**
- ✓ **Japón y Asia emergente: El canal comercial**
- ✓ **Europa oriental: El canal financiero**
- ✓ **Argentina: Presión cambiaria ¿hasta cuándo?**
- ✓ **Buscando el equilibrio en las tres T**
- ✓ **Sector Externo: Se confirma el superávit**
- ✓ **Deuda pública: 2009 a salvo; ¿2010?**

Directores:

Miguel R. Bein
mbein@estudiobein.com.ar

Marina Dal Poggetto
mdalpoggetto@estudiobein.com.ar

Analistas:

Federico Semeniuk
fsemeniuk@estudiobein.com.ar

Silvana Santoni
ssantoni@estudiobein.com.ar

Martín Vauthier
mvauthier@estudiobein.com.ar

Federico Furiase
ffuriase@estudiobein.com.ar

La crisis internacional se agudizó en las últimas semanas. La caída en el valor de los activos generada por el proceso de desalancamiento y el miedo a la licuación del precio de las acciones, que significaría un avance hacia la nacionalización de algunos bancos con problemas (el camino más factible en las últimas semanas y que se inició con el canje de acciones preferidas por ordinarias del Citi, que llevó al 36% la participación del Estado) se profundiza. La nueva intervención en AIG hace evidente que un nuevo "Lehman" no sería permitido por los evidentes costos sistémicos que generaría, pero los remedios planteados no logran todavía atacar el problema: mientras la cartera de los bancos siga contaminada (cada vez más a medida que la economía se derrumba), los bancos no prestan, contribuyendo a una retracción mayor de la economía.

Las caídas en el nivel de actividad se profundizan y expanden al mundo en desarrollo vía el contagio comercial y financiero. El freno en el consumo americano derivó en una contracción de las exportaciones de China de 17,5% en enero, así como en una baja de las importaciones de 43%. Esta retracción pegó con fuerza sobre el nivel de actividad de las economías del sudeste asiático y Japón, cuyos niveles de apertura contribuyen a amplificar el impacto del desplome del comercio. Pero el canal financiero no se queda atrás. La caída en el flujo de capitales y el refugio en los bonos del tesoro americano y en el oro, aumentan la presión sobre aquellas economías que apoyaron la expansión de los últimos años en el ingreso de capitales especulativos en un mundo con tasas bajas y un dólar que se devaluaba. La carga de la deuda pública, y fundamentalmente privada, en monedas distintas a las locales en un mundo donde el crédito prácticamente desapareció, es lo que está llevando al borde de la insolvencia a empresas, familias y países y aumentando los riesgos de default y de crisis financieras e impactando de lleno sobre el nivel de actividad. Los países de Europa del Este y Rusia, son los más expuestos, aunque México y Brasil no son ajenos a esta dinámica. En este contexto, la discusión sobre el rol del FMI y la coordinación entre países vuelve a ser vital para limitar el impacto sobre la periferia generado por la implosión de la burbuja en el centro.

En Argentina, sin contagio financiero, el contagio se da vía comercial. La caída en la cosecha de trigo y la reducción a menos de una quinta parte de los saldos exportables amplificó el desplome del comercio que registraron las cifras de enero y probablemente también muestren las de febrero. La caída en las importaciones pari passu las exportaciones en una economía que apuntó a reducir, al igual que en el resto del mundo, fuertemente los stocks, ayudó en los primeros dos meses en lo que hace a la oferta de divisas, pero pegó de lleno sobre las cuentas fiscales vía caída de los impuestos al comercio exterior. Sin embargo, en la última semana de febrero y en la primera de marzo, el arranque de la actividad económica está generando una mayor presión sobre el mercado del dólar, en la medida que una mayor normalización de las importaciones se está dando sin que aún aparezcan las divisas generadas por las cosechas de maíz y soja, cuya caída (de la cual todavía no hay estimaciones precisas) sería significativamente menor a la del trigo.

A diferencia de lo que ocurría hasta entrado 2007, cuando las tasas de interés eran negativas respecto a la inflación pero altas en relación a las expectativas de devaluación, hoy el doble desequilibrio se da al revés. Los bancos, que priorizaron la liquidez, mantienen tasas de interés, que si bien en términos reales tienden a ser positivas, se ubican levemente por debajo de las expectativas de devaluación. Frente a este doble desequilibrio, y con la necesidad fiscal de un tipo de cambio más alto que compense la caída del comercio, el BCRA intenta balancear su estrategia de tipo de cambio con un ojo puesto en los depósitos y el otro en las reservas. En este contexto, algunas de las decisiones de política que, sin restricciones de divisas ni fiscales, apuntaban a sostener el consumo interno, hoy lucen limitadas. La política tarifaria y la apertura de las exportaciones del campo, muestran que la ideología se corre cuando los zapatos aprietan. Los colchones financieros siguen estando para cubrir las necesidades fiscales en 2009, pero la utilización de los mismos condiciona fuertemente el 2010. De ahí la estrategia de avanzar con los canjes de deuda y probablemente algunas colocaciones en el mercado local que compensen la debilidad de los números fiscales. El acercamiento al FMI podría ser el siguiente paso, aunque no ocurrirá antes de las elecciones.

Estudio Bein & Asoc.

San Martín 296 - 6° Piso (C1004AAF) – Buenos Aires, Argentina

Tel. / Fax: (54 11) 4393-1689 / 93 / 94

infoestudio@estudiobein.com.ar / www.estudiobein.com.ar

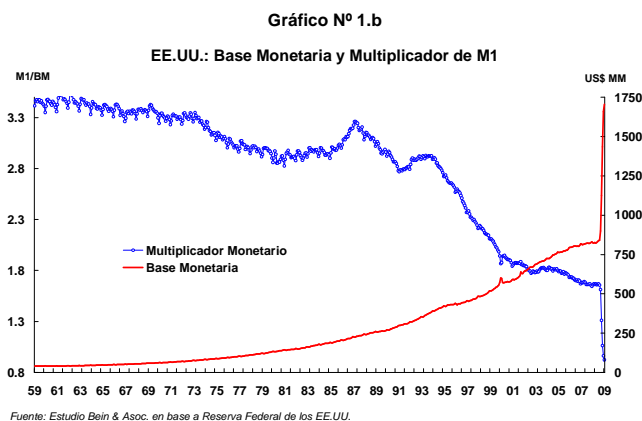
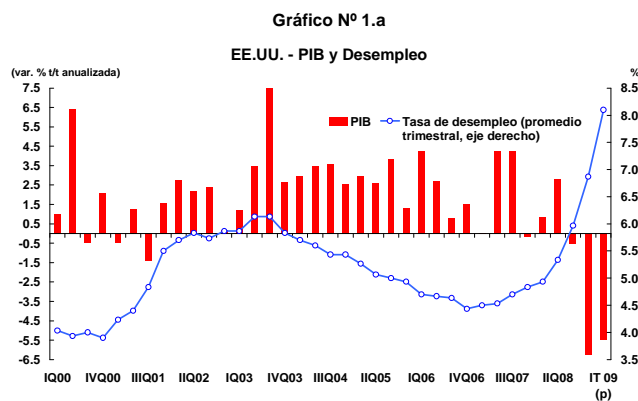
La crisis financiera

De los bancos a la economía real y viceversa

La actual recesión en los EE.UU. tiene dos focos infecciosos que se retroalimentan entre sí: la reducción de los mercados de crédito (**sistema financiero**) por un lado y el desplome de la producción y el empleo (**economía real**), por el otro.

En efecto, a pesar de la **morigeración del riesgo sistémico** que frenó la salida de depósitos, prosigue la **incertidumbre acerca de la solvencia de las entidades financieras**, fuente principal del **credit crunch**. En términos numéricos, con un aumento sustancial de la base monetaria, el multiplicador monetario M1 cayó por debajo de 1 cuando en términos históricos se ubicaba en torno a 3. Este fenómeno significa que la montaña de liquidez que inyecta la Fed como reserva en los bancos, no se transforma en crédito para las familias y las empresas, dado que la sed de capital de los bancos y las perspectivas de deterioro de la economía real incentivan el atesoramiento de liquidez por parte de las entidades, limitando la política monetaria de baja de tasas para reestablecer el flujo normal del crédito (**trampa de liquidez**). De este modo la FED empieza a intervenir directamente vía inyección de liquidez “aproximación cuantitativa”.

Por el lado de la economía real, la situación se agrava día a día a partir de la caída del **consumo norteamericano** gatillada por el **credit crunch**, el incremento del **desempleo** y el **desplome en el precio de las viviendas y las acciones (efecto pobreza)**. La revisión del PBI del IVT08 arrojó una caída trimestral anualizada del 6.2% (-3.8% había sido la primer lectura) que resulta del 0.8% en la comparación interanual y las proyecciones para el primer trimestre del año apuntan a una caída aún mayor. El principal aporte a la contracción del producto lo hizo la inversión privada que registró una tasa de variación del -20.8%. La retracción en el consumo fue del 4.3%, explicada principalmente por la caída del gasto en bienes durables (22.1%), que se acelera sensiblemente desde el IIIIT08. En tanto el sector externo también contribuyó negativamente al crecimiento con exportaciones que caen 23.6% e importaciones que lo hacen al 16%. La consecuencia de este proceso fue la **fortísima caída del empleo**: sólo en los últimos cuatro meses se han destruido 2.6 millones de puestos de trabajo, elevando la **tasa de desempleo** al **8.1%**, el mayor nivel desde 1983.



Diferencias con otras crisis

Una de las claves de la recuperación de Japón, luego de la década perdida de los noventa, y de las crisis gemelas en el sudeste asiático durante 1997-1998, o incluso de la economía Argentina luego de la devaluación de 2001 se encuentra en el rol reactivador de las exportaciones. Si bien en el IIT08 la entonces debilidad del dólar y una economía global aún con polos dinamizadores permitieron una buena *performance* de las exportaciones norteamericanas que crecieron 2,8% (variación trimestral anualizada), la debacle de la economía global a partir de la agudización de la crisis financiera con la caída de *Lehman Brothers* y la revalorización del dólar terminarían con la idea de una recuperación económica sostenida en un *boom* exportador.

A diferencia de la crisis japonesa de los noventa, donde el apalancamiento de la fase alta del ciclo se concentró principalmente en el sector corporativo, lo cual permitió en última instancia un desahorro de las familias que permitió mantener estable el consumo para contrarrestar el ajuste del gasto de las empresas que tuvo lugar luego del estallido de la burbuja inmobiliaria y de la bolsa, en EE.UU. el proceso de endeudamiento tuvo su epicentro en las familias y en el sector privado financiero. En efecto, mientras estos agentes continúen con el proceso de desapalancamiento, el sector privado corporativo tendría poco incentivo para invertir y ampliar su capacidad productiva, en un contexto en que los bancos no prestan y los hogares aumentan su tasa de ahorro.

En 1992, la resolución de la **crisis financiera en Suecia** consistió en la nacionalización de dos de las más grandes entidades bancarias, la tarea de separar los activos tóxicos de su hoja de balance, fenómeno que en última instancia permitió el saneamiento del sistema financiero y la recuperación económica sueca. En este sentido, la economía norteamericana corre con una fuerte

desventaja al contar con un sistema financiero compuesto por ocho mil quinientas entidades (de las cuales 19 tienen una hoja de balance superior a los US\$100.000 millones), estructura que complicaría el proceso de evaluación y nacionalización parcial de las entidades financieras. Sin embargo, los cuatro bancos comerciales más grandes de EE.UU. (JP Morgan, Citigroup, Bank of America y Wells Fargo) concentran el 63.8% del total de activos de los bancos.

Cuadro N° 1
Activos de Bancos Comerciales de EE.UU. (2008)

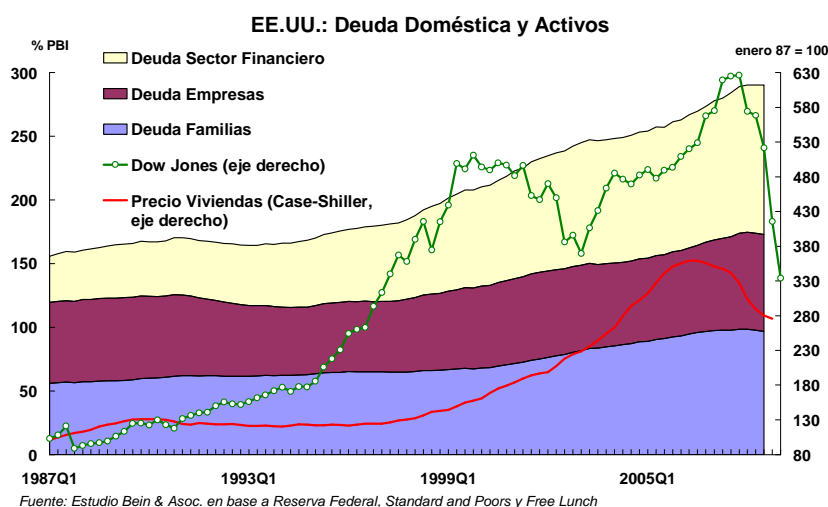
	US\$ MM	En % del total
JP Morgan	2175	19.1
Citigroup	1945	17.1
Bank of America	1818	16.0
Wells Fargo	1310	11.5
Otros	4110	36.2
Total	11358	100.0

Fuente: Estudio Bein & Asoc. en base a Financial Times

La crisis actual

La crisis económica en EE.UU. resulta de la combinación de dos factores: El **hiperapalancamiento del sector privado** (principalmente familias y sistema financiero) y la **deflación posterior de activos**, con acciones que cayeron en promedio un 50% y precios de las casas registraron una caída del 28%. Esta peligrosa combinación derivó en un **fortísimo deterioro de la hoja de balance del sector privado, factor que pone en jaque la solvencia patrimonial de los agentes económicos.**

Gráfico N° 2



Es en este contexto que la economía norteamericana se encuentra atrapada en una situación de **falla de coordinación** en la que la acción racional desde la perspectiva del agente económico individual no implica un resultado socialmente óptimo. Por un lado, las **familias incrementan su tasa de ahorro** (recortan su gasto de consumo) para **reducir sus deudas**, pero la propia masificación de esta conducta termina reduciendo la demanda agregada, la producción y los ingresos de los individuos (**paradoja del ahorro o de la frugalidad**). Asimismo, las **entidades financieras** intentan preservar su capital mediante la liquidación de activos y la oferta de acciones, proceso que en última instancia agudiza la deflación de activos financieros y el deterioro de la solvencia de los bancos (**paradoja del desapalancamiento**). Así, la **dinámica económica se encuentra en un círculo vicioso que acelera los riesgos de una deflación**.

Para romper con el círculo vicioso se necesita la intervención del Estado que permita romper el cerco de la aversión al riesgo crediticio que hoy opera en los bancos privados. Más aún el ataque a la crisis requiere de un **enfoque dual concentrado simultáneamente en la depuración de los balances de las entidades financieras (que incluya un plan para detener las ejecuciones hipotecarias en el mercado inmobiliario) así como en un paquete de estímulo fiscal para reactivar la demanda agregada**. Es decir, la implementación de la política fiscal expansiva no tendrá efectos sustanciales en la actividad económica si no se acompaña con el restablecimiento del crédito para las familias y las empresas y la estabilización del mercado de viviendas. Por otra parte, los bancos no volverán a prestar si persiste un escenario de deterioro de producción y empleo, por lo que se requiere de la complementación del estímulo fiscal para apuntalar la demanda agregada y la creación de puestos de trabajo. Al final del informe se incluye un anexo donde se comenta con más detalle el programa económico de la nueva administración: el plan de salvataje financiero, el plan de estabilidad y acceso a la vivienda y el paquete de estímulo fiscal.

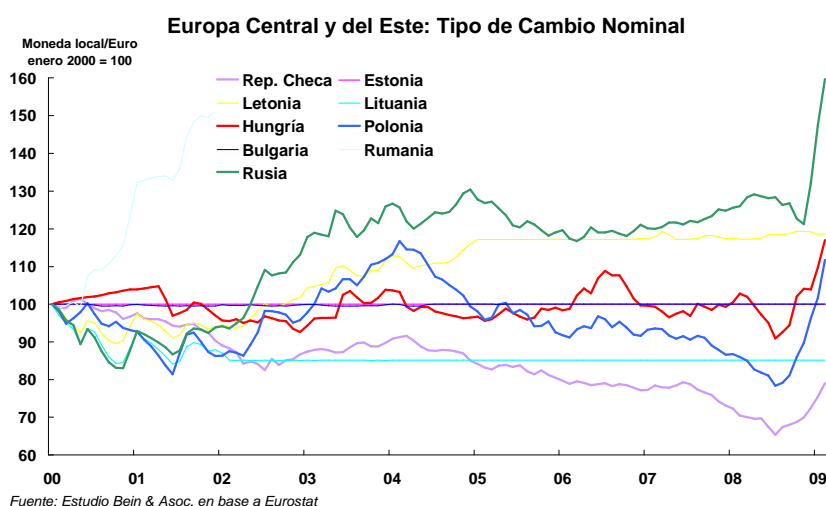
Una nota sobre las Economías de Europa del Este

Las **vulnerabilidades económicas** desarrolladas en la fase expansiva del ciclo de las economías del **centro-este de Europa**, concentradas en **déficit gemelos** (fiscal y de cuenta corriente) y en **endeudamiento externo en moneda extranjera** (euro y franco suizo) han devenido en una **inconsistencia macroeconómica** como consecuencia de la **fuga de capitales** desatada por la crisis financiera global. En este contexto, la repatriación de capitales de los bancos de Europa Occidental (Bancos de Austria, Italia y Suecia con una alta exposición en los bancos de Europa

Oriental y Central) en sus casas matrices han dejado sin respaldo a sus filiales de Europa Oriental, **agregando presión** en los **mercados cambiarios** y de **tasas soberanas** de los países europeos que no adoptaron el euro.

El mapa de Europa Central y del Este contempla tres zonas bien diferenciadas. Por un lado, los **países que no son miembros de la Unión Europea (UE)** y que por lo tanto tendrían vedada la asistencia de la Comunidad (Ucrania), lo que implicaría la necesidad de recurrir a las líneas de liquidez del FMI. En segundo lugar están las **economías pequeñas que son miembros de la UE y cuyas monedas están atadas al euro** (los tres países **Bálticos** y **Bulgaria**). En este grupo, la insostenibilidad de la paridad cambiaria en la actual coyuntura de restricción externa (fuga de capitales) impactaría negativamente en la cartera de activos de las entidades financieras, al transformar el riesgo cambiario asumido por los prestatarios en riesgo de crédito para los prestamistas (Similar a la experiencia Argentina a la salida de la convertibilidad). En este contexto, en Letonia, se estima una caída del PBI del 12% para este año. En el último grupo se encuentran las **economías más grandes de Europa Central y del Este que adoptaron un régimen de flotación cambiaria (Polonia, Hungría, Rumania y República Checa)**. En estos países se ha registrado una fuerte devaluación de sus monedas respecto al euro, desde los picos registrados en 2008 (Polonia 42.6%, Hungría 28.7%, Rumania 21.5% y República Checa 21%).

Gráfico N° 3



De este modo las crisis financiera y cambiaria debido a la **alta exposición de los bancos de Europa Occidental en el sistema financiero de estos países, terminaría erosionando la hoja**

de balance de aquellos, vía los canales de contagio tradicionales (devaluación, *default* de la deuda o corrida bancaria, en el sistema financiero de las economías de Europa Oriental y Central), agudizando en última instancia la propia recesión de la zona euro y agregando presión a la caída del euro frente a la moneda norteamericana que, a pesar de un ciclo monetario expansivo menos agresivo en el Viejo Continente, ya se ha devaluado un 10% en los primeros dos meses del año. En este contexto se debate, en el seno de la Comunidad Europea, la posibilidad de asistir a las economías emergentes del continente a través de la creación de un mercado de bonos que agrupe a todas las economías de la UE así como el ingreso de los países miembros a la unión monetaria. En el primer caso, el gobierno de Alemania mostró su reticencia ante esta propuesta al sostener que no pretende otorgar financiamiento a las economías que se endeudaron durante la fase expansiva del ciclo. Con respecto al ingreso de las economías en cuestión a la zona del euro, fenómeno que reduciría sensiblemente el descalce de monedas del sector privado originado en el endeudamiento externo, el obstáculo mayor reside en las restricciones fiscales que impone el Tratado de *Maastricht* (déficit fiscal máximo del 3% PBI), condición que trabaría el proceso de inserción de estos países en el sistema de moneda única. No obstante, la asistencia financiera a las Economías emergentes de Europa sería inexorable si se pretende evitar una agudización de la recesión en la eurozona.

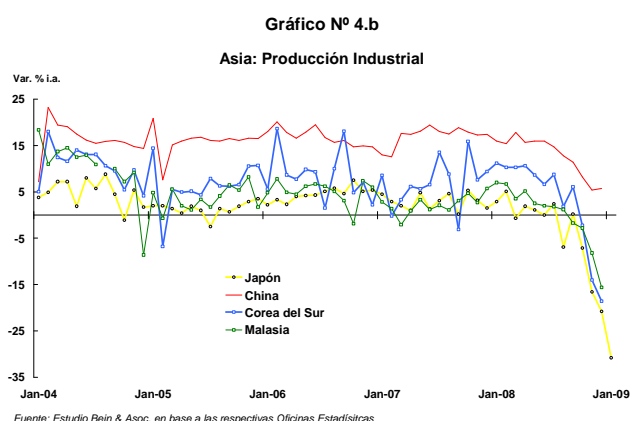
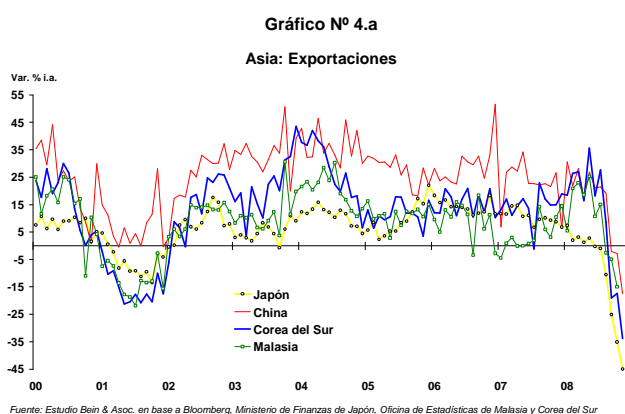
Japón y Asia emergente. El canal comercial

Así como el **canal financiero** es el principal mecanismo de contagio de la crisis financiera internacional en las economías de Europa Central y Oriental, el **canal comercial** es la vía de transmisión de la enfermedad en las economías asiáticas. Tanto **Japón**, luego de la década pérdida de los noventa, como los países del **sudeste asiático**, luego de las crisis gemelas de 1997/98, lograron la recuperación económica focalizando su crecimiento en las exportaciones, máxime teniendo en cuenta la coyuntura internacional favorable que mantenía firme la demanda externa en estas economías. En efecto, las políticas de Asia fomentaron el ahorro doméstico y los superávits de cuenta corriente, en el marco de un enfoque macroeconómico prudencial que dejaría a las economías de la zona mejor posicionadas para enfrentar *shocks* externos adversos. En este contexto se generó el proceso de ***Global Saving Glut***, uno de los pilares en que se basó la arquitectura financiera internacional de los últimos años, en el cual los países superavitarios de la

zona financiaron, tecnología financiera del *shadow financial system* de los EE.UU. mediante, la burbuja hipotecaria en este país.

Sin embargo, la **recesión en EE.UU. y Europa**, y en definitiva, de la **economía global**, han **agotado el combustible de estas economías debido al desplome de la demanda externa**, poniendo **fin a la ilusión del desacople** de estas economías.

El freno en el consumo americano derivó en una contracción de las exportaciones de China de 17,5% en enero, que se tradujo a su vez en una caída de las importaciones de 43%. Esta retracción pegó con fuerza sobre el nivel de actividad de las economías del sudeste asiático y Japón cuyos niveles de apertura contribuyen a amplificar el impacto del desplome del comercio. En enero, las **exportaciones de estos países, muchas de ellas intra zona, se desplomaron**: Japón (-44.9% i.a.), Corea del Sur (-33.8% i.a.) en tanto las **importaciones** también registraron una **fortísima contracción** (Corea del Sur 31.9%, Japón 29.6% y Malasia 23.1%), poniendo en evidencia la **debilidad de la demanda doméstica en la región**. La caída del comercio ha impactado **de lleno en la producción industrial** con caídas que en enero alcanzaron a 30,8% en Japón, 18,6% en Corea del Sur, 15,6% en Malasia. En China la producción industrial se desacelera a “pasos de gigante” (5.4% en diciembre, cuando el promedio del 2008 arroja un aumento del 11.6%).



En síntesis, el **propio remedio** utilizado por las economías de esta región, luego de sus respectivas crisis, durante la fase expansiva del ciclo económico internacional -el **estímulo del ahorro privado y las exportaciones como motor del crecimiento económico**- ha devenido en el **instrumento amplificador del shock externo adverso gatillado por la crisis financiera internacional**. Una eventual salida del problema implicaría la utilización de los ahorros

acumulados durante los años de *vacas gordas* para estimular la demanda doméstica (consumo e inversión). A esta dirección apunta el paquete de estímulo fiscal anunciado por el gobierno de China que asciende a los US\$586.000 millones en dos años, destinado principalmente a la inversión en infraestructura.

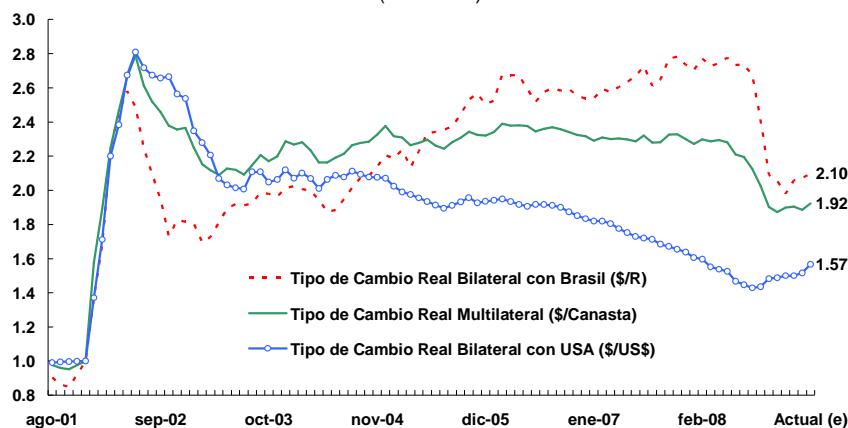
Argentina

En Argentina, sin contagio financiero (el estancamiento del crédito, que representa menos del 12% del PIB, obedece a una retracción de la demanda a las condiciones actuales de tasas positivas y no a una cuestión de oferta), el canal comercial se vio fuertemente afectado en los primeros meses del año.

La caída en la cosecha de trigo y la reducción a menos de una quinta parte de los saldos exportables amplificó el desplome del comercio que registraron las cifras de enero, explicando más de una tercera parte de la caída. Ahora bien, el dato de enero confirma que, a pesar de la brusca caída en las exportaciones (-36% en valores y -25% en cantidades), la caída en las importaciones (-38% en cantidades) ayuda a amortiguar significativamente la reducción del superávit de comercio, que acumuló en el primer mes del año US\$900 millones. En febrero los números deberían dar caídas similares (nuestras proyecciones apuntan a -25% en las exportaciones y -35% en las importaciones), aunque en marzo se da la situación de que todavía no aparece la soja y sí empiezan a normalizarse las importaciones en relación a los meses de verano, por lo que resulta probablemente el peor mes del año en lo que a oferta de divisas se refiere. Esto, sumado a la agudización de la crisis afuera y el mayor ruido local (inicio de las paritarias con los docentes y el ahora aparentemente acotado conflicto con el campo), explican en gran medida la mayor presión sobre el tipo de cambio. Presión que en los hechos el BCRA convalidó, dejando correr la divisa casi un 4% en los últimos quince días. Desde la quiebra de Lehman Brothers, el peso acumula una devaluación de 18% vs. una de 31% en Brasil, 14% en Chile, 24% en Uruguay y 8% en Perú.

Gráfico N° 5

Tipo de Cambio Real
(Dic.-01=1)



Fuente: Estudio Bein & Asoc. en base a BCRA, INDEC y Federal Reserve Bank of St. Louis.

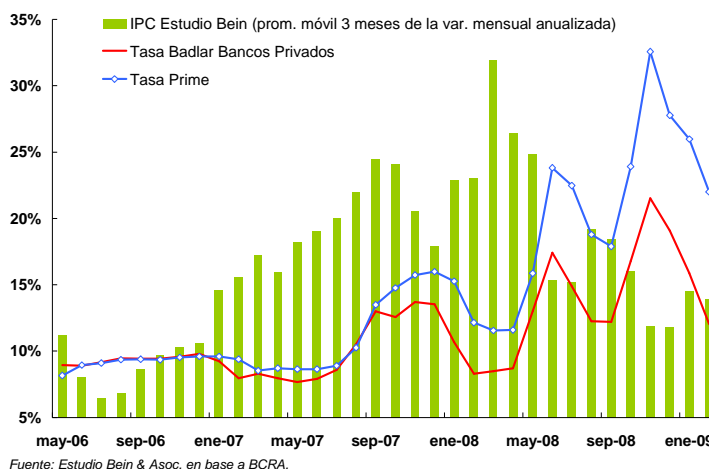
La trayectoria del peso en las últimas semanas, en un contexto de menor inflación local, permitió moderar la apreciación del tipo de cambio multilateral real que se venía dando desde septiembre de 2008. Actualmente el tipo de cambio real multilateral (utilizando nuestras estimaciones de inflación) asciende a 1,92 (dic-01=1).

Si bien el aumento de las importaciones estimado para marzo no es una buena noticia desde el lado del sector externo, ayuda desde el lado fiscal, vía derechos de importación e IVA Aduana que, sumados, mostraron en los últimos dos meses caídas de 24% medidos en pesos (36% cuando se adiciona la tasa de devaluación). A su vez, la caída que muestran las retenciones a las exportaciones (18% en el primer bimestre, 28% en dólares) también debería verse amortiguada, ya que la base de comparación de marzo de 2008 coincide con el inicio del conflicto con el campo y el nivel más bajo de recaudación del año pasado.

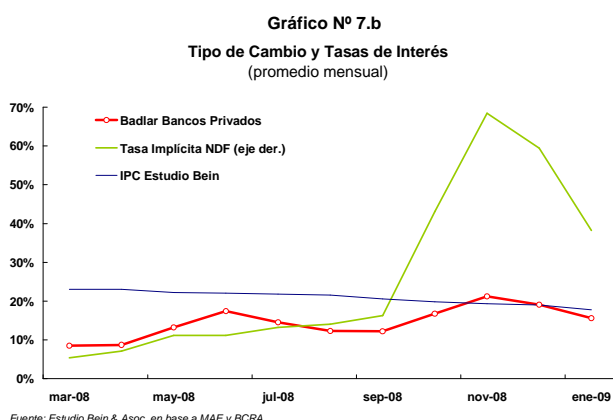
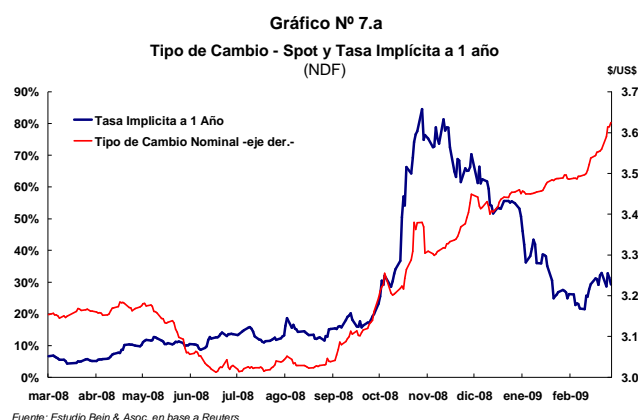
Buscando el equilibrio. Tasa de interés, Tasa de devaluación y Tasa de inflación

A diferencia de lo que ocurría hasta entrado 2007, cuando las tasas de interés eran negativas en relación a la inflación, pero altas en relación a las expectativas de devaluación, hoy la situación se da a la inversa. Los bancos, que en su conjunto priorizaron la liquidez (el stock de pasivos sigue siendo de \$13.000 millones), mantienen tasas de interés que, si bien en términos reales tienden a ser positivas, se ubican hoy por debajo de las expectativas de devaluación.

Gráfico N° 6
Inflación y Tasas de Interés



Este desequilibrio entre tasas pasivas y expectativas de devaluación pone en riesgo la dinámica de los depósitos del sistema financiero que, vale recordar, el año pasado registraron dos situaciones de stress (mayo con la crisis con el campo y octubre con Lehman Brothers y la estatización de los fondos de pensiones)¹. Pero al mismo tiempo, las tasas activas son extraordinariamente altas, no tanto en relación a la inflación promedio (nuestra estimación de inflación del primer bimestre anualizada asciende a 13,3% y nuestra proyección para el año se ubica en 12%), sino fundamentalmente al precio que perciben muchos productores de bienes transables, cuyos precios - con una demanda frenada- se mantienen básicamente estancados y difícilmente puedan trasladar a precios el aumento en los costos (no transables –salarios y tarifas-) sin ver afectadas sus ventas locales. En los hechos, esta coyuntura está sirviendo como amortiguador de la caída en las ventas al exterior, generadas por el desplome en la demanda y la reducción del financiamiento comercial externo.



Frente a este doble desequilibrio -donde las tasas de interés que pagan los bancos (12%) no alcanzan para compensar las expectativas de devaluación, y lo que cobran a las empresas (21%) es demasiado alto en relación a la inflación real de sus propios productos-, y con la necesidad fiscal de un tipo de cambio más alto que compense la caída del comercio en dólares (y la necesidad de mantener las alícuotas de retenciones estables), el BCRA intenta balancear su estrategia de tipo de cambio sin gatillar una salida de depósitos y minimizando la pérdida reservas, alternando para ello compras y ventas en sus intervenciones en el mercado de cambios. Asimismo, volvió a operar con

¹ Un elemento adicional que actúa sobre la demanda minorista, moderando la dinámica de la dolarización de portafolios, es el hecho de que algunos bancos privados están ofreciendo una tasa por depósitos a plazo fijo por montos menores a los \$100.000 algunos p.p. por encima de la Badlar.

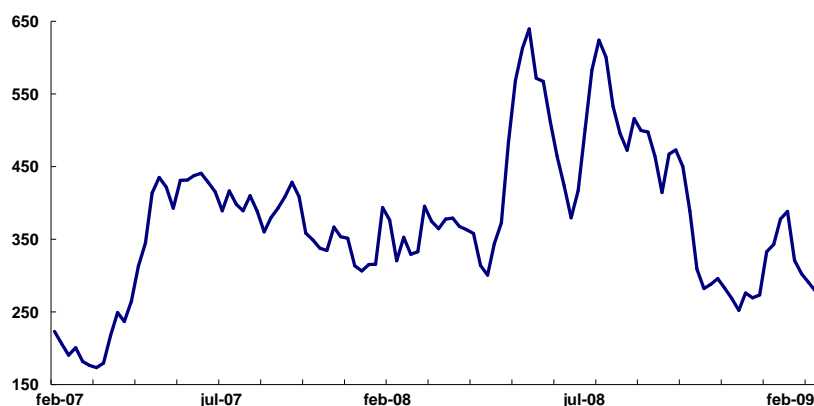
firmeza en los mercados de futuros, principalmente en los tramos de corto plazo, de modo de acotar la depreciación esperada del peso y reducir la demanda neta presente.

A su vez, si bien es probable que estas presiones continúen hasta bien entrado marzo y el dólar se mueva algunos centavos más (\$/US\$ 3.7 a fines de marzo), difícilmente en abril, mayo, junio y julio veamos estas presiones, de modo que es esperable que la paridad se mantenga controlada. El aumento en las exportaciones coincide además con bajos pagos de deuda: a partir de agosto, con el pago del cupón del Boden 12 y en la medida en que vaya aumentando el ruido local próximo a las elecciones, sería esperable una mayor presión sobre las tasas, en un contexto en el cual desde la política monetaria y cambiaria se intentaría manejar el deslizamiento del tipo de cambio.

Restricción fiscal y de divisas condicionan la política fiscal

Mientras tanto la política se vuelve a colar en un año electoral, aunque el margen de maniobra de la gestión, con un presupuesto acotado y presiones cambiarias, es ciertamente menor. En este contexto, algunas de las decisiones de política que hasta 2008, sin restricciones de divisas ni fiscales, apuntaban a sostener el consumo interno, hoy juegan a la inversa cuando la forma que toma hoy el ciclo prescribiría lo contrario.

Gráfico N° 8
Liquidación de Divisas del CIARACEC
(semanal, en mill. de US\$)



Fuente: Estudio Bein & Asoc. en base a CIARACEC

Tarifas y Subsidios

La demora en los aumentos tarifarios en años anteriores, cuando no se requería estimular el consumo, lleva a que la decisión –generada por restricciones fiscales– sea tomada cuando los

impulsos juegan todos al revés. Si bien la política de aumentar tarifas en sectores de Gas, Electricidad y Transporte público de pasajeros se hizo con escalas muy progresivas, el impacto sobre la inflación y el consumo es evidente. Tomando solamente los estratos de aumentos bajos y medios y sin contabilizar los costos implícitos en el Plan de Uso Racional de la Energía (PURE) en el caso de la energía eléctrica y el gas, el rubro regulados de nuestro IPC muestra una suba de más de 15%, más de 3 p.p. del IPC.

A pesar de los aumentos tarifarios, la reducción de subsidios en 2009 vendría dada principalmente por la caída en el precio del petróleo, desde un promedio de US\$97 el barril en todo 2008 a niveles en torno a US\$40. Los subsidios, que en 2008 volvieron a duplicarse (de hecho los datos del IV trimestre incluyen un aumento del 50% en relación al tercer trimestre, que por cuestiones estacionales es habitualmente el más alto debido a que incorporan en gran medida el pago de deudas atrasadas a CAMESSA y a ENARSA), mostrarían una reducción en 2009. El año pasado cerró con un monto de transferencias a sectores económicos de \$30.987 millones (3% del PIB) y para 2009 considerando las subas tarifarias y un precio del barril de petróleo en torno a los niveles actuales, proyectamos una caída en los subsidios de 21% a \$24.500 millones (2,1% del PIB).

Cuadro N° 2

Transferencias a Sectores Económicos

	2006	2007	2008	2009 (p)	2007 var % i.a.	2008 var % i.a.	2009 (p) var % i.a.
Transferencias a sectores económicos	8.799	16.123	30.987	24.504	83%	92%	-21%
Energía	4.032	8.331	16.208	9.725	107%	95%	-40%
Transporte	1.876	4.219	8.746	8.746	125%	107%	0%
Sector alimentario	-	1.181	3.799	3.799	-	222%	0%
Resto	2.891	2.392	2.234	2.234	-17%	-7%	0%

Fuente: Estudio Bein & Asoc. en base a ASAP y MECON.

El ajuste se daría fundamentalmente en los subsidios energéticos, donde esperamos una caída del 40%, y no en los subsidios al transporte y a los sectores productores de alimentos. Esto es así dado que, en el primer caso, las subas en tarifas compensarían en gran medida los costos locales (básicamente salariales), en tanto en el segundo caso, los anuncios de ayuda al campo por la sequía y los incorporados en el reciente acuerdo², más que compensarían la reducción de la brecha entre el precio internacional y el local de los productos agrícolas, cuyo financiamiento conformaba la mayor parte de los subsidios a los sectores de alimentos.

² El costo fiscal del acuerdo alcanzaría los \$ 900 millones: eliminación de las retenciones a la leche (\$100 millones), compensación de 10 ctv. por litro a los tamberos chicos (\$300 millones), subsidio para la cría de terneros (\$200 millones) y compensación a los productores de carne bovina afectados por la sequía (\$300 millones).

Campo y Retenciones

La apertura de las exportaciones de carnes y la reducción a cero de las alícuotas de retención de los lácteos como parte del acuerdo con el campo, muestran también las restricciones que empiezan a aparecer en la economía. Lejos de lo ocurrido un año atrás, cuando se daba inicio al conflicto con el campo que duró casi cuatro meses, hoy la necesidad de hacerse de dólares minimizando el costo fiscal es elocuente. De hecho, las retenciones a las carnes y lácteos representan menos del 3% del total de retenciones a las exportaciones, con cantidades exportadas que se redujeron en los últimos dos años 13,5% y 38,4% respectivamente.

La discusión sobre la soja es distinta, ya que el costo fiscal de avanzar en este sentido es mucho más alto. En 2008 la soja y sus derivados contribuyeron con más de un 65% al total de retenciones, y en 2009 esta participación aumentaría ya que, a pesar de la menor cosecha (compensada en parte por los mayores stocks) y los menores precios (también compensados en parte por la devaluación del peso), la brutal caída en la alícuota de los combustibles a partir del esquema móvil vigente desde 2007 reduciría significativamente su contribución a este tributo. Con las alícuotas actuales, que vale remarcar en el caso de la soja son significativamente más altas que el promedio de 2008 cuando el registro anticipado de las cerealeras había eludido, al menos hasta agosto el aumento a 35% de la alícuota llevado a cabo en noviembre de 2007, la soja aportaría \$18.600 millones a la recaudación de retenciones que estimamos en un total de \$27.300 millones.

Cuadro N° 3

	2008		2009				Dif. Exportaciones 2009 / 2008		Alicuotas	Derechos de Exportación
	Exportaciones	Producción	Saldo Exportable	Precios FOB Actuales		Exportaciones a los precios actuales				
	Mill. de US\$	Mill. de Tns		US\$/Tns	Var. % i.a.	Mill. de US\$	Var. % i.a.	%	Mill. de \$	
Total Agro	24,155	68	53			17,275	-6,881	-28.5%		20,202
Soja*	16,515			357.8		15,387	-1,128	-6.8%		18,584
Poroto	4,592	43.8	9.0	327.0	-30.2%	2,943	-1,649	-35.9%	35%	3,819
Aceite	4,734	6.2	6.8	630.0	-40.9%	4,284	-450	-9.5%	32%	5,083
Pellets	7,189	28.2	27.2	300.0	-13.8%	8,160	971	13.5%	32%	9,682
Maíz	3,435	13.2	5.7	156.0	-27.8%	881	-2,554	-74.3%	20%	654
Trigo	2,564	8.3	2.8	212.0	-24.8%	594	-1,970	-76.8%	23%	506
Girasol*	1,641			390.4		413	-1,229	-74.9%		459
Semilla	51	2.4	0.0	300.0	-34.9%	0	-51	-100.0%	32%	0
Aceite	1,415	1.0	0.5	655.0	-51.0%	340	-1,075	-76.0%	30%	378
Subproductos	175	1.0	0.5	135.0	14.9%	73	-103	-58.6%	30%	81

* Precio ponderado por cantidad de saldo exportable de las variedades.
Fuente: Estudio Bein & Asoc. en base a SAGPyA e INDEC.

A diferencia de lo que fue la pugna sobre la Resolución 125, cuando lo que se discutía era el reparto de la abundancia y ambas partes tenían margen de caja para dilatar el conflicto, hoy la situación cambió. La discusión en el Congreso sobre este tributo, sin mediar un proyecto oficial, supone un riesgo para los números fiscales. Con la caja fiscal que aprieta, y sin ningún efecto sobre

las cantidades en 2009 (que si bien no hay datos precisos ya están jugadas), la lógica sería avanzar en una reducción más apresurada de las alícuotas al trigo, cuya siembra se define en abril y, dadas las condiciones climáticas actuales, permitirían generar un salto excepcional de producción en la próxima cosecha.

Sector Externo. El ajuste de las importaciones amortigua la caída de las exportaciones

La elevada volatilidad de los precios en un mundo en que la caída de la producción empieza a descomprimir stocks a pesar del menor consumo y donde las líneas de crédito comerciales se restringen³, dificulta de sobremanera realizar proyecciones de comercio. A esto se suma la falta de información respecto a las cifras del sector primario. El principal tiene que ver con que aún no hay estimaciones ciertas de cosecha (básicamente soja) que cuantifiquen los daños de la sequía, que vale remarcar, en el último mes terminó. De aquí la volatilidad de las estimaciones.

Tomando las últimas estimaciones de cosecha de la USDA⁴ y los precios más bajos registrados en lo que va del año⁵, las estimaciones del sector agropecuario, que incluye cereales, oleaginosas y sus derivados (34% de las exportaciones en 2008) ascienden a US\$17.300 millones. Este número es casi 30% menor al registrado por el INDEC un año atrás, cuando según estimaciones propias en base a datos de la USDA y las cantidades declaradas por el INDEC, se habrían *stockeado* más de 7 millones de Toneladas (de las cuales alrededor de 2 millones conforman el capital de trabajo de la industria).

Tomando proyecciones no muy optimistas para el resto de los sectores: Una caída de 5% en las MOI (compatible con el arrastre estadístico de mantener los datos de enero), una caída de 29% en los combustibles (que en los hechos significa retrotraerse a los niveles de 2004, cuando los precios del petróleo valían en promedio US\$38 el barril) y una de 38% en el resto de productos primarios y MOA (donde la mejora en las cantidades generadas por la apertura de los registros de

³ Por otro lado, los préstamos en dólares, que se dirigen principalmente al financiamiento de actividades ligadas al comercio exterior, acumulan una retracción de 6,4% desde los máximos de octubre, pese a la leve recuperación que evidenciaron en las primeras semanas de febrero. Esto significa un recorte neto de US\$400 mill. en las líneas de financiamiento en moneda extranjera, que se da en un momento donde el país, al igual que el resto del mundo, atraviesa una fuerte contracción de su volumen de comercio exterior. En este contexto, el BCRA y la ANSES intentan crear mecanismos para reducir el estrangulamiento que significó el corte del crédito. La ANSES lleva licitados US\$100 millones a los bancos para otorgar prefinanciamiento, en tanto el BCRA anunció la creación de un mercado de pases en dólares que permita amortiguar el descalce de plazos.

⁴ Que vale aclarar, mostraron una cosecha de soja de más de 6 M de Tn menor que en la publicación anterior de principios de enero (TN 43,8 M vs. TN 49,5 M)

⁵ Se usaron los precios del 5 de marzo de 2009.

exportación en carnes y lácteos sería compensada en gran medida por la caída en los precios) proyectamos una caída en las exportaciones de 23,5% a US\$54.000 millones. Esto implica retrotraerse prácticamente a los niveles de 2007, que dicho sea de paso resultó un muy buen año para las exportaciones argentinas.

Cuadro N° 4
Proyección Sector Externo 2009
(En Millones de US\$)

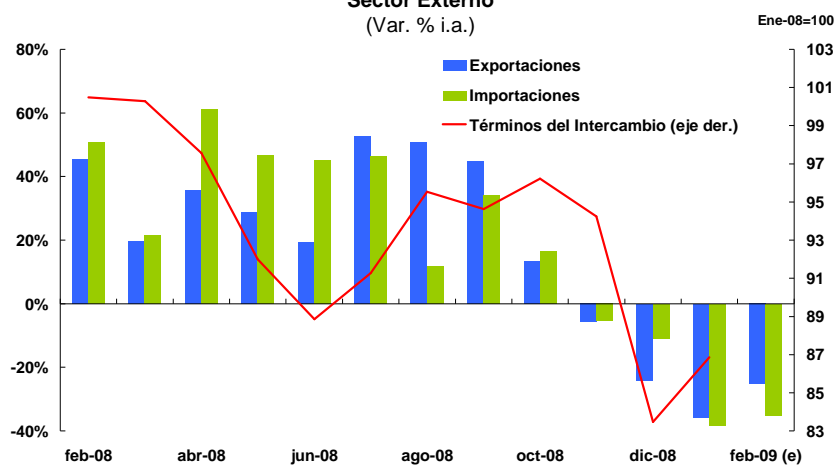
	2008	2009	var %
Productos Primarios + MOA	40.505	27.316	-32,6%
Soja	16.515	15.387	-6,8%
Otros Cereales y Oleaginosas	7.640	1.888	-75,3%
Resto Primarios y MOA	16.350	10.042	-38,6%
MOI	22.232	21.121	-5,0%
Combustibles y Energía	7.851	5.563	-29,1%
Exportaciones	70.588	54.000	-23,5%
Importaciones	57.413	46.000	-19,9%
Balanza Comercial	13.175	8.000	-39,3%

Fuente: Estudio Bein y Asoc. en base a INDEC y SAGPyA

Ahora bien, la corrección hacia abajo de la proyección de exportaciones se da junto a una corrección similar en las importaciones (caída de 20% a US\$46.000 millones). Por tal motivo, mantenemos nuestra proyección de superávit de balanza comercial y de cuenta corriente en los mismos niveles que los incluidos en nuestro informe anterior: US\$8.000 millones y US\$2.000 millones respectivamente.

Gráfico N° 9

Sector Externo
(Var. % i.a.)



Fuente: Estudio Bein & Asoc. en base a MECON.

Situación Fiscal y Programa Financiero

Los datos de febrero mostraron una mejor evolución de la recaudación en relación al magro resultado de enero. El aumento de 16,2% (10,7% cuando se excluyen los ingresos que aportó la reforma de la seguridad social) se compone de una caída de 16.1% en los impuestos ligados al comercio exterior y una suba de 30.1% en los vinculados al ámbito doméstico (22.2% corregido por los aportes de las AFJP's). En marzo, el aumento de los recursos ascendería a 21%, producto de la baja base de comparación generada por el conflicto con el campo en 2008, en tanto a partir de abril el aumento se normalizaría en tasas similares a las alcanzadas en febrero. Para todo el año (manteniendo el status quo actual) estamos proyectando una suba de la recaudación de 16%, (\$314.000 millones) compuesta por una caída de 22% en los impuestos ligados al sector externo, 22% en los impuestos ligados al nivel de actividad y 14% cuando se netean estos últimos de la reforma de la seguridad social y de la moratoria.

Manteniendo estables nuestras proyecciones de gasto en torno a 21% (28% neto de la caída subsidios) el superávit fiscal del año ascendería a \$24.000 millones, prácticamente el monto de intereses de la deuda que vencen a lo largo de 2009 (incluyendo el cupón del PIB). Este escenario de equilibrio financiero es precisamente el que estaría asumiendo el Gobierno para su programa financiero 2009.

Cuadro N° 5

Programa Financiero 2009 y 2010

	2009		2010	
	en millones de US\$	en % del PIB	en millones de US\$	en % del PIB
Fuentes	16.173	4,9	17.108	5,1
Superávit Primario SPNF	6.757	2,1	7.044	2,1
Tesoro Nacional	4.800	1,5	4.500	1,3
Resultado otros Organismos del SP	1.957	0,6	2.544	0,8
Ahorro Neto Canje de PGN (1)	1.897	0,6	671	0,2
Refinanciación OI (100% 2009)	1.800	0,5	1.613	0,5
Refinanciación intra Sector Público	4.719	1,4	6.609	2,0
Bono en el mercado local	1.000	0,3	0	0,0
Canje Boden (2)	0	0,0	1.170	0,3
Usos	20.941	6,4	19.617	5,8
Pagos de Principal	14.888	4,5	15.729	4,7
Pagos de Interés	6.053	1,8	3.888	1,2
Brecha	-4.768	-1,5	-2.509	-0,7
Límite de Adelantos Transitorios (4)	4.469	1,4	3.403	1,0
Límite al uso de Depósitos en el BNA	2.933	0,9		
Brecha usando los colchones	2.634	0,8	894	0,3

Fuente: Estudio Bein & Asoc. en base a Secretaría de Finanzas

(1) Considerando el canje local que liberó vencimientos por aproximadamente US\$1600 millones, y un supuesto de aceptación del 40% en el canje internacional.

(2) Incluye un canje de Boden con una aceptación del 50%, el pago anticipado del cupón de agosto 2009 y una reestructuración del resto con un bono a 10 años bullet.

(3) No incluye Adelantos Transitorios ni las recompras de deudas estipuladas en el prospecto del canje. Incluye el pago del cupón del PIB y financiamiento neto a Provincias por US\$1.000 millones.

(4) En 2010 el límite de adelantos transitorios incluye el colchon que queda de 2009 y el aumento en el límite generado por el aumento en la base monetaria y de la recaudación. Ambos creciendo igual que el PIB nominal

Con equilibrio en el resultado financiero y amortizaciones en torno a 4,5% del PIB, de los cuales 1,4 p.p. corresponden a deuda intra sector público, restan por financiar 3,1 p.p. De estos, 0,6 p.p. (US\$1.900 millones) provienen del ahorro generado por el canje de PGN y 0,5 p.p. (US\$1.800 millones) es el monto que el Gobierno apuntaría a refinanciar con organismos internacionales. Con estos datos, la brecha existente asciende a US\$4.800 millones, de los cuales parte intentaría ser financiada mediante la colocación de un bono por US\$1.000 millones con el mercado local. De cualquier forma, los colchones para 2009, compuestos por adelantos transitorios (US\$4.500 millones) y el margen de utilización de depósitos públicos en el Banco Nación (US\$2.900 millones), alcanzan para cubrir la brecha, y restarían US\$2.600 millones para el próximo año.

Para 2010 las amortizaciones e intereses rondan 5,1% del PIB, de las cuales 2,1 p.p. son intra sector público. Considerando un superávit primario similar al de 2009 en porcentaje del PIB⁶, un superávit financiero de 0,8% (dado que a priori en 2010 no se pagaría el cupón del PIB, ya que el crecimiento de 2009 real sería menor al benchmark)⁷, restan por financiar 2,2 p.p. del PIB. De estos, 0,2 p.p. surgen del ahorro neto del canje de PGN y 0,5 p.p. del refinanciamiento de organismos internacionales. Con estos datos, restarían por financiar 1,5% del PIB, equivalente a US\$4.000 millones. Un canje del Boden 12 con un nivel de aceptación del 50% (casi un 25% estaría en manos locales), anticipando el pago del cupón de 2009 y reestructurando los vencimientos con un bono a 10 años *bullet*, permitiría reducir los vencimientos en 2010 en US\$1.170 millones.

Según surge de estos números, el Gobierno prácticamente estaría en condiciones de cerrar su programa financiero 2010, excepto por una cuestión no menor: la presión política sobre los gastos y sobre un programa de reducción de retenciones a la soja podrían alterar drásticamente nuestras proyecciones.

Así, en 2009 los colchones financieros siguen presentes para cubrir las necesidades fiscales aún en un escenario de equilibrio fiscal después de intereses, pero la utilización de los mismos condiciona significativamente el 2010. En un mundo donde no es evidente la apertura de los mercados internacionales para los países emergentes, y mucho menos para la Argentina, el acercamiento al FMI podría ser el siguiente paso, aunque esto no ocurriría antes de las elecciones de octubre. De

⁶ Suponiendo un aumento de los gastos equivalente al aumento en los ingresos que a su vez mantienen estable la presión tributaria.

⁷ Siempre y cuando decidan sincerar el crecimiento que publica el INDEC, algo que hasta el cuarto trimestre no vienen haciendo.

todos modos, con el nivel de reservas que tiene el BCRA, flexibilidad cambiaria y manejo del CER, aún en un escenario de mayores presiones de gasto, la pregunta es cuál es la tasa de cambio que disipa los escenarios de *default*.

Radiografía del Programa de Obama

1. El plan de salvataje financiero

Luego del **colapso de *Lehman Brothers*** a mediados de septiembre del año pasado, las medidas del Tesoro y la Fed para estabilizar los mercados financieros se han trazado en un espacio delimitado por el **objetivo principal de anular el riesgo sistémico, minimizando en lo posible el riesgo moral, lo que traducido a un lenguaje más popular significa no dejar caer a ninguna entidad importante (“too big to fail”).**

Tras el fracaso del desembolso de la primera mitad del TARP (US\$350.000), empleados en la **inyección de capital en los bancos a cambio de acciones preferidas y en préstamos a las automotrices de Detroit**, para reactivar el crédito, la tecnología del salvataje financiero empleado primero con el **Citigroup** (Citi) y luego con el **Bank of America** (BoFA) –la **garantía de las pérdidas emanadas de los activos tóxicos**- parecía la herramienta adecuada para lograr la estabilización del sistema financiero. Sin embargo, esta estrategia conlleva el problema de la **valuación de los activos tóxicos**, lo que podría implicar una **subestimación de las pérdidas** y una **mayor incertidumbre, sin solucionar el problema de escasez de capital de las firmas**, al tiempo que alienta el **riesgo moral** (las ganancias son privadas pero las pérdidas se socializan) y el **desequilibrio de las cuentas públicas**. En efecto, estas medidas no frenaron la debacle de las acciones del **Citi** y el **Bofa**.

Fue entonces cuando surgió la idea de la creación de un **banco malo estatal** que se encargaría de la compra de los activos tóxicos que se encuentran en la cartera de las entidades financieras. Pero nuevamente emergieron los obstáculos que habían impedido llevar a cabo la idea original de Paulson en torno al plan de salvataje financiero aprobado en octubre por el Congreso (TARP): la **valuación de los activos “basura”** y la **pesada carga que implicaría dicha compra para las finanzas públicas** y en última instancia para los **contribuyentes**. Si el Tesoro compra los activos en cuestión al precio de mercado, las instituciones financieras tendrían que registrar nuevas pérdidas por lo que se agudizaría el problema de solvencia que impide la restauración del flujo del crédito. Por otro lado, si el Tesoro adquiere los activos a un precio por encima del de mercado, para resguardar la solvencia de las firmas, se estaría incurriendo en una fuerte carga fiscal al tiempo que se incentivaría el riesgo moral (los contribuyentes asisten a los accionistas). Máxime teniendo en cuenta que las proyecciones más pesimistas (Roubini) estiman que las pérdidas por activos tóxicos podrían alcanzar US\$3.6 billones en el sistema financiero global, suma que se

escapa del alcance de las herramientas del Tesoro, tanto en cuanto a las **garantías de las pérdidas** como en la **compra de los activos tóxicos**.

Es en este contexto de agotamiento de las alternativas para limpiar los balances de los bancos que la idea de una **nacionalización temporal** de la banca privada ha tomado fuerza como una opción **sub-óptima**. Tomando la **exitosa experiencia sueca** de principios de los noventa, este proceso de nacionalización temporal permitiría, luego de la amortización de los activos tóxicos por parte de las entidades privadas, la toma por parte del Tesoro de los bancos insolventes, para luego proceder a la separación de los activos tóxicos, **evitando el problema de valuación de dichos activos**. De esta manera, la cartera de activos sanos se revendería al sector privado y la cartera intoxicada pasaría a formar parte de una institución análoga a la *Resolution Trust Corporation* de la **crisis de los Savings & Loans** de fines de los ochenta. Si bien el proceso de nacionalización lograría extirpar los activos tóxicos minimizando **el riesgo moral**, el creciente nerviosismo de *Wall Street* de las últimas semanas se explica por la fuerza que fue tomando esta idea en los debates económicos y políticos, ya que de llevarse a cabo dicha estrategia sería inexorable la **dilapidación del valor de las acciones comunes y preferidas**.

Sin embargo, la realidad nos dice que el proceso de nacionalización del sistema financiero ya ha comenzado. En primer lugar, el Gobierno se hizo cargo de las gigantes del mercado hipotecario, Fannie Mae y Freddie Mac, con desembolsos en cada una por US\$200.000 millones, y de la aseguradora AIG (US\$180.000 millones). Por otro lado, la FDIC amplió de US\$100.000 a US\$250.000 la garantía de los depósitos por titular por banco. Asimismo, el Tesoro, la FDIC y la Fed, garantizaron pérdidas del Citi y del BofA por US\$418.000 millones. De modo que la discusión ahora pasa por quién se queda con la propiedad de los bancos. Si bien descartamos una nacionalización total de la banca privada, es indudable que el Tesoro aumentará significativamente su participación accionaria en las instituciones financieras, para fortalecer su grado de capitalización.

Hacia esta dirección se encamina el **Programa de Asistencia de Capital (CAP)** del Tesoro. Bajo esta herramienta, las 19 entidades financieras con activos superiores a los US\$100.000 millones serán sometidas a una **prueba de stress** ("*stress test*") en la que se evaluará la evolución de sus indicadores de solvencia bajo escenarios de deterioro económico (suba del desempleo, mayores caídas en los precios de las viviendas, entre otros). De esta manera, los bancos que no aprobaran el *test*, tendrían seis meses para conseguir capital de inversores privados. De tener vedada esta vía,

el **Tesoro inyectaría el capital a cambio de acciones preferidas** (con dividendo del 9%) **convertibles en acciones ordinarias.**

Asimismo, las acciones preferidas en poder del Tesoro producto de las inyecciones de capital que tuvieran lugar con la primera parte del TARP, también cuentan con la opción de cambiarse por acciones ordinarias. El **objetivo de este cambio en la composición del capital de las entidades en problemas (incremento de la participación de acciones ordinarias en detrimento de acciones preferidas)** consiste en **mejorar la calidad del capital de las entidades**⁸. En este contexto, el Tesoro cambió US\$25.000 millones en acciones preferidas del *Citi* por acciones ordinarias, con lo que su participación accionaria en la entidad se elevó al 36%. También canjeó US\$40.000 millones en acciones preferidas de **AIG** por acciones preferidas con dividendo no acumulativo⁹, mientras que al mismo tiempo inyectó capital en la entidad por US\$30.000 millones a cambio de acciones preferidas con dividendo no acumulativo.

Por otro lado, el Tesoro **ampliaría el rescate financiero en US\$250.000** para financiar, a través de préstamos *non-recourse* a bajas tasas de interés, la creación de un fondo público-privado que se encargaría de la compra de entre US\$500.000 y US\$1 billón de activos tóxicos alojados en la cartera de los bancos.

Además, la **Fed incrementaría una de sus líneas de liquidez (TALF) de US\$100.000 millones al billón de dólares para destrabar el mercado de títulos garantizados por crédito al consumo (tarjetas de crédito, autos, crédito para estudiantes, entre otros) y por crédito a pequeños empresarios.**

En síntesis, la estrategia utilizada por el gobierno de los EE.UU., si bien ha dejado en claro la **contención del riesgo sistémico** (i.e. nuevo salvataje a AIG), ha sido ineficiente para reestablecer el flujo del crédito. En este sentido el efecto de los salvatajes se asemejaría al desafío de hacer rebalsar con agua un vaso averiado: el capital inyectado en los bancos se ha ido pulverizando al ritmo del incremento de las pérdidas financieras emanadas de los activos tóxicos y del propio desplome de las acciones. El panorama financiero se oscurece aún más si ponemos el foco en el tamaño de la capitalización desplegada hasta ahora respecto de las pérdidas estimadas.

⁸ Tener en cuenta que las acciones preferidas (que no dan derecho a voto) son parte de la deuda de las entidades, por lo que el intercambio por acciones ordinarias (con derecho a voto) mejoraría la solvencia de la firmas.

⁹ Las acciones preferidas con dividendo no acumulativo disminuyen los compromisos de la entidad hacia el accionista (dado que los dividendos no pagados no se acumulan para el próximo pago) mejorando la calidad de su capital.

Cuadro N° 6
Bancos de EE.UU. (US\$ MM)

Pérdidas financieras estimadas	FMI	Goldman Sachs	Roubini
	900	1000	1800
Fuentes de recapitalización	Capitalización reciente (TARP)	Ganancias 2008-10	TARP 2
	510	500	200

Fuente: Estudio Bein & Asoc. en base a Financial Times

En este contexto, se ha **crystalizado una estructura financiera poblada por bancos zombies**: entidades que siguen de pie pero que no reanudan el crédito a las empresas y las familias por el miedo a las futuras pérdidas que devenguen sus activos tóxicos- aumentando significativamente las probabilidades de un estancamiento prolongado como Japón en los noventa

En efecto, la estabilización del sistema financiero requiere de la **morigeración del grado de incertidumbre acerca de la exposición de las entidades financieras a los activos tóxicos** (y de las pérdidas potenciales), de la **extracción de dichos activos de la hoja de balance** de los bancos y de la ulterior **inyección de capital** por parte del Tesoro. Este proceso inyectaría confianza en las entidades financieras, permitiendo la recapitalización por canales privados y la normalización de los mercados de crédito.

En este sentido, el paquete financiero anunciado por el Tesoro se encaminaría en la dirección correcta teniendo en cuenta que el “*stress test*” aportaría **transparencia y despejaría cierta incertidumbre de los mercados financieros**, al tiempo que la mayor participación accionaria del Tesoro y el financiamiento de la compra de los activos en problemas permitiría un saneamiento de los balances de los bancos, lo que en última instancia permitiría la recuperación gradual del crédito. Sin embargo, los tiempos implícitos en este mecanismo parecieran ser bastante mayores que los demandados por la coyuntura actual, por lo que al final los costos implícitos en el salvataje pueden terminar siendo mayores. De ahora en adelante, el eje del problema pasará por el reparto de los costos que implica la contención del riesgo sistémico, proceso que se direccionaría en contra de los tenedores privados de acciones y de los contribuyentes, y a favor de los acreedores de las entidades.

2. El Plan de Estabilidad y Acceso a la Vivienda

El plan para estabilizar el mercado inmobiliario asciende a los **US\$75.000 millones**, su objetivo es detener la ola de **ejecuciones hipotecarias** y morigerar así la presión descendente sobre los precios de las casas, fuente de pérdidas bancarias y destrucción de riqueza de los hogares. El

programa, que se dirigirá para propietarios responsables que cumplieron con las normas de los contratos, se compone de dos ejes principales:

- 1) la **refinanciación de créditos hipotecarios otorgados o securitizados por las gigantes del mercado hipotecario, Fannie Mae y Freddie Mac**, medida que contemplaría la situación de entre 4 y 5 millones de deudores hipotecarios
- 2) el **financiamiento de la reestructuración hipotecaria para los deudores afectados por la recesión**. Así, el gobierno incentivará a los prestamistas hipotecarios a reducir las tasas de manera tal que el pago mensual de las hipotecas sea menor al 38% del ingreso corriente (antes de impuestos) del deudor, para luego repartir entre el banco y el Tesoro el costo que implicaría llevar dicha carga hipotecaria al 31%. Esta medida afectaría entre 3 y 4 millones de deudores.

Asimismo, el Tesoro anunció el **incremento de la capitalización de Fannie Mae y Freddie Mac** (desde los US\$100.000 millones a los US\$200.000 millones) y de la **compra de títulos respaldados por hipotecas securitizados por estas agencias**, con el objeto de **aumentar la liquidez del mercado hipotecario y reducir los tipos de interés**.

3. El paquete de estímulo fiscal

Luego de un intenso debate entre republicanos y demócratas en el Senado norteamericano, el presidente de los EE.UU. Barack Obama consiguió la aprobación del paquete de estímulo fiscal por US\$787.000 millones que promete crear 3.5 millones de puestos de trabajo en dos años. El **fracaso del espíritu bipartidista** que el presidente pretendía impregnar en el paquete fiscal convierte su **primera victoria política en parcial**. El paquete de estímulo económico se compone en un 36% de recortes impositivos para familias y empresas, mientras que el resto (64%) se destina al incremento del gasto fiscal, de los cuales un 30% implicaría gasto de infraestructura. Si bien entre 2009 y 2010 se efectuaría el 74.2% del gasto total, en el primer año sólo se llevaría a cabo un desembolso del 23.5% del paquete total. Dada la profundidad de la crisis actual, resultaría insuficiente el desembolso fiscal a efectuarse en el 2009 para contrarrestar dicho escenario.

Analizando la evolución a lo largo del tiempo del impacto del paquete de estímulo en el resultado fiscal, obtenemos que la medida adoptada cumpliría con este criterio de eficiencia: mientras en los primeros tres años (2009, 2010 y 2011) se desembolsan en promedio US\$240.000 millones, en el período 2012-2014 dicho monto desciende a los US\$29.000 millones. Máxime teniendo en cuenta

la intención del presidente Barack Obama de reducir el déficit fiscal para el año 2013 a un 3% del PBI, desde un pico de 9.8% estimado para este año.

En conclusión, el plan de estímulo fiscal, si bien ayudaría a limitar el deterioro de la economía real, no logrará por sus propios medios reactivar la economía. La **dualidad de la crisis** (en donde los **focos infecciosos financiero y real se retroalimentan progresivamente**) requiere de un **programa conjunto de estabilización financiera** (que incluya un **plan para detener las ejecuciones hipotecarias**).