

## Sumario

**Página 3**

La acumulación de reservas y la inmunidad financiera (o durmiendo con el enemigo)

Por **Leonardo Perichinsky**

**Página 8**

Nuestras exportaciones frente al escenario internacional

Por **Germán Saller**

**Página 14**

Mercados internacionales de granos y precios frente a la desaceleración de la economía mundial

Por **Pablo Lavarello y Rafael Selva**

## Staff

DIRECTOR  
Lic. Gerardo De Santis

AREA EMPLEO Y SALARIOS  
Lic. Miguel Zanabria

AREA FISCAL  
Lic. Alfredo Iñiguez

AREA MACRO-FINANCIERO  
Lic. Leonardo Perichinsky

AREA REESTRUCTURACIÓN  
PRODUCTIVA E INSERCIÓN  
INTERNACIONAL  
Dr. Pablo Lavarello

AREA DE PRENSA Y COMUNICACIÓN  
Lic. Daniela Meroni

EQUIPO DE INVESTIGACIÓN  
Dr. Alejandro Naclerio  
Lic. Germán Saller  
Lic. Rafael Selva  
Lic. Gonzalo Peña  
Lic. Julián Barberis  
Lic. Agustina Battistuzzi  
Lic. Cecilia Peluffo  
Lic. Matías Mancini  
Natalia Abdala

## Entrelíneas de la Política Económica

### Editorial

A partir de la crisis de las *subprime* en Estados Unidos, se ha abierto un importante debate sobre los mecanismos de transmisión de esta crisis a nuestra economía. En notas anteriores hemos planteado que son limitados los efectos de un eventual contagio que genere una fuga de capitales. El actual esquema de política cambiaria, monetaria y de límites a los movimientos de capitales financieros, neutraliza las posibles vías de transmisión financiera de la crisis. Los bajos grados de endeudamiento privado, la creciente participación de la deuda pública denominada en pesos y la inexistencia de burbujas inmobiliarias apalancadas, reducen la incertidumbre financiera de nuestra economía. Sin embargo, los problemas pueden venir por el lado real; básicamente, desaceleración del PBI mundial con efecto sobre el consumo de granos y los precios.

Esta edición de la revista entrelíneas se dedica a analizar los posibles efectos de la crisis financiera sobre la economía argentina en tres niveles de análisis diferentes. El plano financiero, la cuestión del comercio exterior argentino y la perspectiva sobre la evolución de los precios de los granos.

En primer lugar, evaluamos la importancia de las reservas internacionales como resguardo ante las turbulencias financieras en los países centrales. Se destaca que la acumulación de reservas es la consecuencia de una acertada política cambiaria, a la vez que se considera clave que sea el Estado quien maneje el mercado cambiario argentino. Pero esta visión no implica considerar el nivel de reservas como explicación de la inmunidad financiera argentina en la actualidad.

En la primera nota se discute la noción de liquidez de las reservas, teniendo en cuenta que casi el 90% son títulos públicos externos o depósitos a plazo. Se plantea que la liquidez es una ilusión colectiva, porque no todos los tenedores de activos financieros pueden hacerse del dinero al mismo tiempo. Es un paraguas que sólo sirve cuando hay buen tiempo. Incluso, si ese paraguas pudiese funcionar con mal tiempo, el nuestro no parece bueno, ni en términos de riesgos ni por los resultados de las inversiones financieras. Un elevado porcentaje de las reservas está colocado en títulos públicos norteamericanos, lo cual genera una exposición innecesaria a la crisis financiera de ese país. Por otra parte, el oro se revalorizó un 30% contra el dólar durante el 2007, y el euro un 15%. Las reservas argentinas sólo se incrementaron en dólares un 3% debido a la baja participación de euro y oro de la cartera (15% en conjunto).

En segundo lugar se analiza el comercio exterior argentino desde la óptica de los posibles efectos que podría causar la crisis internacional. En relación con los destinos de las exportaciones se destacan dos cuestiones significativas que han cambiado durante estos últimos años. Por un lado, la menor dependencia de la economía brasileña como demandante de nuestros productos; y por otro lado, el sensible crecimiento de la importancia de China como destino de nuestras ventas externas totales. En relación con los precios y cantidades exportadas, la evolución de las exportaciones de las MOA alertan sobre la importancia de los precios agrícolas: durante el 2007, el crecimiento de las exportaciones de manufacturas de origen agrícola se explica casi enteramente por

aumentos de precios, y casi nada por incrementos en las cantidades vendidas.

Por último se evalúan los posibles escenarios para el desempeño futuro de los precios internacionales de los principales bienes agrícolas. Se concluye que las tendencias en los mercados de granos, previas a la crisis, hacen poco probable una caída abrupta en los precios de los principales commodities. Las relaciones entre el stock de granos y el consumo es la más baja de las últimas dos décadas. Sin embargo, una desaceleración en el crecimiento mundial abre un escenario incierto, dada la coexistencia de dinámicas contradictorias.

En suma, la política económica enfrentará posiblemente nuevos desafíos hacia el futuro. Justamente en el segundo trimestre de este año se cumplirán seis años del quiebre de tendencia y el inicio de un ciclo de sostenido crecimiento económico. La principal causa de esta expansión seguramente se encuentra en la capacidad del Estado de poder hacer uso de las herramientas de política económica (a diferencia de los '90), y aprovechar una buena coyuntura internacional sin aumentar la fragilidad macroeconómica. La capacidad de señoreaje, la administración del tipo de cambio, la política fiscal, parecen ser las verdaderas fortalezas del actual esquema macroeconómico.

El camino hacia adelante exige más política económica: repensar herramientas que promuevan la diversificación productiva, que nos desliguen aun más del delirio especulativo de los centros financieros internacionales