

## 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

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

Por Leonardo Perichinsky

Cerca del 90% de las reservas internacionales se encuentran colocadas en títulos públicos (fundamentalmente norteamericanos) y depósitos a plazo en los centros financieros internacionales. Resulta bastante inconsistente el argumento de que estas reservas son las que nos resguardan de las perturbaciones financieras en el exterior. Por ello, cabría interrogarse cuáles son las razones por las cuales desde agosto del 2007, la crisis de *subprime* en EEUU no han tenido efectos en la economía argentina. En esta nota sostenemos que deben analizarse las principales decisiones de política económica del actual esquema macroeconómico a fin de explicar la relativa solidez de la economía

Las reservas internacionales del Banco Central de la Argentina se encuentran cercanas a los 50 mil millones de dólares, y en lo que va del año 2008 vienen creciendo a un ritmo de 1500 millones de dólares mensuales.

Durante el año 2007 las reservas obtuvieron una "ganancia" de 2.767 millones de dólares, de los cuales u\$s1983 millones fueron el resultado de la tenencia de bonos y colocaciones a plazo, mientras que u\$s783 millones se explican por las revaluaciones del euro y el oro en relación con el dólar.<sup>1</sup> Según el último informe monetario del BCRA,<sup>2</sup> en enero de este año se mantuvo la misma tendencia en cuanto a las rentas (se obtuvieron 160 millones de dólares) pero se incrementaron sensiblemente las "ganancias"<sup>3</sup> por diferencias positivas de cotización de monedas y oro (380 millones de dólares).

El BCRA se anticipó a las fuertes caídas que registraron las principales bolsas del mundo difundiendo un informe que explicaba algo difícil de conciliar: por un lado, que los altos retornos de las reservas se debían a la fuerte presencia de bonos del tesoro norteamericano en la cartera del BCRA, por el otro, que tal cartera no tenía exposición al riesgo de crédito frente a la crisis de las hipotecas en los Estados Unidos.<sup>4</sup>

En esta nota se planteará la discusión conceptual sobre la vinculación entre las elevadas reservas internacionales y el escaso efecto que tiene sobre la economía argentina la crisis financiera internacional. Comenzamos por discutir en qué medida las reservas internacionales son realmente una fuente de liquidez frente a una eventual profundización de la crisis financiera internacional, para después discutir cuáles son, a nuestro criterio, los determinantes de la solidez del esquema macro actual. Finalmente, se analiza en qué medida la composición actual de las reservas presenta la liquidez enunciada, aun ante un escenario de aterrizaje suave de la economía de Estados Unidos.

## Marco teórico

Resulta muy pobre el argumento de que las reservas internacionales, buena parte de las cuales son títulos públicos norteamericanos o depósitos a plazo, puedan funcionar como

1) El BCRA no informa sistemáticamente la composición de las reservas internacionales. Los datos que se muestran en esta nota corresponden a conferencias de prensa realizadas por el presidente del Banco Central, los informes anuales al Congreso de la Nación, los informes monetarios mensuales (que solo informan los resultados obtenidos por las colocaciones) y estimaciones propias del CIEPYC. De todas formas, cuando el BCRA informa sobre las reservas siempre lo hace de manera muy agregada: estructura por tipo de moneda o por instrumento, con lo que no hay posibilidad de realizar un seguimiento de las colocaciones financieras del BCRA en los centros financieros internacionales. Algunos datos concretos que surgen en la presente nota corresponden a declaraciones del Presidente de la entidad, que serán citadas en cada caso.

2) Informe monetario del BCRA del mes de enero de 2008, [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

3) Las comillas se deben a que son ganancias no realizadas.

resguardo de la economía argentina ante posibles perturbaciones externas.

En este sentido, y considerando que buena parte de las reservas son en realidad papeles colocados en los centros financieros internacionales, es necesario evaluar la supuesta fortaleza que implica poseer reservas de estas características en medio de una crisis financiera a escala mundial.

Nuestra visión es que la liquidez es una ilusión colectiva. Todo el mundo no puede encontrarse a la vez con la liquidez (dinero físico) de sus activos financieros. Como dice el economista francés Frederic Lordon, la liquidez es “un paraguas que sólo sirve cuando hay buen tiempo”. Entonces, ¿qué tan líquidas serán nuestras reservas internacionales que obtienen rendimientos en dólares superiores al 7% anual ¿Qué tan inmunes serán frente a los graves problemas financieros que atraviesa el país donde están colocadas?. La liquidez de un activo se define por el costo que debe incurrirse para convertirlo en dinero. En este sentido, la noción de reservas líquidas como reaseguro ante crisis financieras que plantean las autoridades del BCRA es, al menos, endeble.

En medio de una crisis financiera es cuando cobra mayor interés el concepto de liquidez. De hecho, las fuertes caídas en las bolsas del mundo se producen precisamente porque todo el mundo quiere estar líquido en esos momentos. A su vez, los grandes fondos inversores, que tienen de rehén a la gente, presionan a los bancos centrales para que inyecten liquidez, bajen las tasas, etc.

La liquidez de un activo cualquiera puede definirse por el costo que implica convertirlo en dinero. Cuando hay crisis financiera no se sabe qué activo es más líquido. Quizá el costo (pérdida) de desprenderse de un bono sea mayor que el de vender una propiedad. Las reservas del BCRA no son estrictamente líquidas; son, en su mayoría, activos financieros colocados en bancos.

La liquidez entonces es una ilusión colectiva, porque no hay manera de que todo el mundo pueda convertir en dinero sus activos financieros. Keynes diría que lo que es una ilusión es creer que un activo financiero es líquido.<sup>5</sup>

Si alguien desea sentirse líquido, y seguir la regla de poseer más activos líquidos que pasivos líquidos, necesariamente del otro lado debe haber alguien que deba tener más pasivos líquidos que activos líquidos. No hay posibilidad en una economía monetaria de que todo el mundo esté líquido, en el sentido de tener más activos que pasivos financieros líquidos, o de corto plazo. Porque no hay deudor sin acreedor.

La función de compensar el exceso de liquidez de empresas, familias y Estado, la cumplen las entidades financieras. Por eso en una economía monetaria, los bancos son las entidades más frágiles, porque poseen mucha más deuda de corto plazo (supuestamente) que activos de corto plazo. Eso es lo ilusorio de la liquidez.

Resulta evidente que buena parte de las reservas que posee el BCRA también forman parte de esta ilusión.

El esquema macroeconómico como fuente de solidez

1. La política de flotación administrada del tipo de cambio garantiza que sea el Estado quien maneje el mercado cambiario en la argentina. Dicho de otra manera, si el BCRA no comprara las divisas excedentes, la moneda doméstica se habría apreciado (su valor nominal hubiese caído) o el sector privado sería quien maneje la evolución de su cotización. Si se hubiese optado por una mayor pasividad de la autoridad monetaria, estaríamos nuevamente en presencia de un esquema de atraso cambiario (si los

4) El informe difundido en enero de 2008, a penas 2 días antes de producirse fuertes caídas en las bolsas de todo el mundo, planteaba textualmente que el Central “se posicionó de manera más significativa en la curva de rendimiento de Estados Unidos, lo que determinó la suba de la participación de esta cartera sobre el total de reservas internacionales, como su duración. Ello fue así dado que el Central “no tenía exposición alguna en instrumentos o contrapartes que podían tener algún riesgo de crédito, tanto directo como indirecto, generado por los problemas en el mercado de deuda hipotecaria de ese país”.

5) Keynes rompió con la tradición clásica, entre otras cosas, al separar la decisión de ahorro de la decisión de en qué ahorrar. Los modelos clásicos suponían que todo ahorro generaba un interés, cuando en realidad ahorrar en dinero físico no produce ninguna renta. La liquidez entonces es tener dinero en efectivo. Teoría General de Keynes

exportadores privados hubieran vendido sus dólares) o con un tipo de cambio alto, pero con fuerte presencia del sector privado en el mercado cambiario (si los privados se quedaban con las divisas del comercio exterior), o una combinación de ambas. Hoy el Estado maneja la cotización de la divisa, acorde a un objetivo de tipo de cambio que promueve la producción y las exportaciones, y evita que el mercado cambiario esté manejado por el sector privado, con la volatilidad y generación de rentas que implicaría.

En este sentido, la acumulación de reservas es un subproducto de una política macroeconómica adecuada. Sin embargo, ponderar este esquema no implica necesariamente considerar que la acumulación de reservas genere un reaseguro frente a las perturbaciones financieras del exterior.

### Es el modelo

Las reservas internacionales del BCRA no tienen un rol predominante como causa explicativa del escaso efecto sobre el sistema financiero argentino de los graves sucesos financieros ocurridos en los países centrales. El esquema macroeconómico actual parece explicar la inmunidad, más que un determinado nivel de reservas. De hecho, la Argentina ha sido severamente afectada por crisis financieras o cambiarias en el exterior, en épocas donde los niveles de reservas eran elevados. El anterior record de reservas fue en enero de 2001, cuando a partir de un conjunto de operatorias de créditos con el exterior, que se denominaron blindaje, las reservas se ubicaban en torno a los 38 mil millones de dólares. Antes del denominado efecto Tequila, también las reservas venían creciendo de manera sostenida.

Lo que importa, entonces, es la dinámica que está por detrás de la acumulación de reservas, explicada fundamentalmente por un modelo basado en una política cambiaria y monetaria que aumenta los grados de libertad frente a la crisis. La acumulación de reservas durante la década pasada se explicaba por ingreso de capitales, fundamentalmente asociado al endeudamiento con el exterior, tanto público como privado. En la convertibilidad, la cantidad de dinero y la actividad económica podía expandirse si crecía el ingreso de capitales. Durante la Convertibilidad, y fundamentalmente en su última etapa, el ingreso de capitales dependía ya exclusivamente de la capacidad de endeudamiento en el exterior, y éste de las condiciones financieras internacionales. En una dinámica recesiva las reservas no pueden frenar la caída.

La clave, entonces, es que la política cambiaria actual permite recuperar capacidad de señoreaje de la política monetaria. En un esquema de tipo de cambio fijo la autoridad monetaria pierde la posibilidad de emisión de moneda de manera autónoma, y esto es lo que define la capacidad de un Estado de actuar de manera contracíclica. Los fondos anticíclicos, las reservas, etc. son finitas, se agotan si no hay instrumentos que permitan frenar o revertir las dinámicas viciosas. Este hecho explica en parte también el fracaso del FMI (que es un fondo, y no emite moneda)<sup>6</sup> para asistir a los países con problemas financieros. Dada la magnitud y extensión de las crisis financieras actuales, el objetivo de la intervención actual de los principales bancos centrales del mundo es dotar de liquidez a su sistema financiero con su propia moneda. Las crisis suceden en el seno del sistema financiero, y sus magnitudes son tan desproporcionadas, que desborda cualquier fondo anticíclico o de reservas.

La economía argentina recuperó su capacidad de señoreaje y no depende del ingreso de capitales del exterior, ni del endeudamiento externo. Por su parte, cuanto mayor sea

El FMI tiene posibilidad de emitir derechos especiales de giro, pero son insignificantes en relación con la dimensión de los problemas que enfrenta

la proporción de deuda pública denominada en pesos, mayor será la capacidad del Estado de resolver de manera autónoma cualquier conflicto financiero.

En este contexto, dado el actual esquema macroeconómico y las condiciones internacionales favorables, la transmisión de una crisis internacional a la economía local está asociada a la dependencia de los precios de las materias primas. El tipo de cambio, los precios internacionales, y la estructura de las exportaciones son los determinantes clave del desempeño económico futuro. Adicionalmente, avanzar hacia una composición de la deuda pública denominada principalmente en moneda local también genera robustez.

#### Las colocaciones financieras del BCRA

Cerca del 90% de las reservas internacionales que posee el BCRA son bonos externos (fundamentalmente norteamericanos) o depósitos a plazo en bancos de Estados Unidos. En términos de monedas, poco menos del 85% de las reservas se encuentran denominadas en dólares. Según el informe que difundió el BCRA en enero de 2008, el euro, la libra esterlina, el yen y el franco suizo, junto con el oro, representan aproximadamente el 15% de la cartera.

Durante el año 2007, el BCRA duplicó, en montos medidos en dólares, las "ganancias" generadas por las reservas internacionales. El resultado positivo que obtuvo el Banco Central por las inversiones financieras con las reservas internacionales ascendió en el 2007 a 2.767 millones de dólares, un 7% del total de las reservas. Durante el año 2006 el resultado en dólares obtenido por las reservas había sido de 1.400 millones de dólares, un 5% del total.

En relación con estas "ganancias" por colocaciones financieras, resulta necesario realizar varias observaciones. En primer lugar, a estos resultados, el BCRA lo llama rentabilidad, cuando en realidad una parte es renta y la otra es una revalorización por diferencias de cotización no realizada. En el análisis que sigue a continuación quizá quede claro que esta confusión por parte de especialistas en finanzas del BCRA no es casual.

El Banco Central mide la evolución de sus reservas en términos de dólar, que se encuentra en proceso de fuerte devaluación contra las principales monedas. Con lo cual, el sólo hecho de medir la supuesta rentabilidad de la cartera en términos de dólar garantiza obtener un empate o una ganancia de capital, con sólo tener una mínima porción en otras monedas. Durante el 2007 el euro se revalorizó frente al dólar un 15%, en tanto que el oro creció un 30% su valor en dólares. Como el BCRA posee tenencias en euros por poco más de un 10% de su cartera y oro por menos del 5%, resulta evidente que esto generó una leve revalorización de la cartera medida en dólares de un 3% en el año: 1,5% anual de "ganancia" de capital por las tenencias en oro y otro tanto por la posición en euros.

Si toda la cartera estuviese compuesta por euros y oro, la valorización medida en términos de dólar hubiese sido superior al 20%, contra el 3% que ganó la composición actual. Dicho de otra manera, medida en términos de euro, las reservas del Central tuvieron una pérdida del 8%; y medida en términos de oro, una pérdida o descapitalización de aproximadamente un 23%.

Entonces, el BCRA nos cuenta lo brillante que son sus colocaciones: 7% anual en dólares. 3% por euro y oro, cuando en realidad se valorizaron en el año 15% y 30% respectivamente; y 4% de renta, que es el promedio de rendimiento durante el 2007 de

los distintos bonos del tesoro norteamericano. De mínima, no parece una gran hazaña la del team de Redrado, ese supuesto 7%, sobre todo teniendo en cuenta que era bastante evidente la tendencia a la depreciación del dólar, desde hace por lo menos dos años.<sup>7</sup>

Otras formas de medir la evolución de las reservas tampoco reflejan resultados satisfactorios. Por un lado, la inflación doméstica es superior al 7% anual; o dicho de otra manera, la apreciación del peso supera los rendimientos de las reservas. Por otro lado, el BCRA paga tasas del 14% anual para esterilizar parte del incremento de la cantidad de dinero que produce la compra de divisas.

Por otra parte, no surge de la información que brinda el BCRA sobre las colocaciones de las reservas, un rubro de ganancia o pérdida por variación en la cotización de los títulos públicos que posee en cartera. Esto hace suponer que el BCRA contabiliza los títulos públicos a valor nominal, bajo el supuesto de que se los quedará hasta su vencimiento.<sup>8</sup> Esta forma de valuación podría resultar ficticia en un contexto de desvalorización de activos financieros producto de la crisis financiera actual, y por otra parte, resultaría contradictoria con la supuesta realización de ganancias por valorización de las monedas. En éste último caso, el supuesto para considerarlo como ganancia es que ya se vendió.<sup>9</sup>

7) Pero este no es un problema de inteligencia de quienes deciden las inversiones, es un problema eminentemente ideológico. La Gerencia de Administración de Reservas del BCRA sigue manejada por economistas formados entre el CEMA, los principales bancos extranjeros y las universidades monetaristas de los Estados Unidos.

8) Algo similar hacen las AFJP cuando contabilizan, y muestran a sus clients, las rentas anuales que obtienen por sus inversiones. Compran títulos bajo la par (desvalorizados), los contabilizan a valor nominal, y además de eludir contablemente las pérdidas que pudieran tener por caídas en sus cotizaciones, inflan la rentabilidad de los activos financieros.

9) Hay un principio básico que aplican los contadores que se conoce como principio de prudencia. Plantea que las pérdidas se registran cuando se conocen, y las ganancias cuando se realizan. El BCRA no parece seguir esta norma básica de la contabilidad cuando registra las reservas.

# Nuestras exportaciones frente al escenario internacional

Por Germán Saller<sup>1</sup>

Frente a una hipótesis de traslado de la crisis financiera a la economía real, las exportaciones pueden llegar a ser vulnerables. El trabajo repasa los principales cambios de las exportaciones desde 2003. La desregionalización de nuestras expo y la llegada de nuevos socios como China y Asia, han mejorado la diversificación de los destinos de exportación pero nos hace muy dependientes de los precios que demandan los nuevos compradores. La composición por grandes rubros, en cambio, está basada en los buenos precios de las MOA y los productos primarios y de la dinámica del sector automotriz en las MOI. Aquí la diversificación no es tan clara y se nota la huella que han dejado los procesos productivos basados en las ventajas comparativas

El escenario de incertidumbre internacional nos plantea la necesidad de analizar la perspectiva comercial frente a una hipótesis de traslado de la crisis financiera a la economía real.

El crecimiento de las exportaciones y el saldo positivo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, transformaron a la economía argentina en superavitaria de divisas y este superávit permitió "aislarnos" de los movimientos de capitales internacionales. Desde esta perspectiva, las exportaciones pasan a cumplir un rol esencial dentro de este esquema macroeconómico. Las exportaciones argentinas aumentaron en 2007 un 90% desde 2003 y un 20% en el último año y se alcanzó un superávit comercial u\$s 11.156 millones.

El buen comportamiento de las expo se encuentra habitualmente asociado al comportamiento de los precios de los productos primarios y del petróleo que, juntamente con el boom de algunos precios de manufacturas de origen agropecuario (aceite de soja), explican el buen momento de nuestras ventas externas.

Esta supuesta dependencia de los precios internacionales de las commodities presupone un alerta frente a la crisis financiera internacional y su conexión con la economía real.

¿Cómo estamos parados frente a un shock adverso en los precios de nuestros productos transables?. ¿Qué tan diversificadas están nuestras exportaciones y los destinos de las mismas para hacer frente a tal eventualidad?.

En las presentes páginas trataremos de responder a estas preguntas al analizar las causas del crecimiento de las exportaciones, la composición de las mismas y los cambios en los patrones de destino.

La mirada macro

Luego de la caída del régimen de convertibilidad se instauró una etapa basada en un tipo de cambio alto que resultó en una protección de las actividades productivas sustitutivas de importaciones y generó las condiciones para un incremento sustantivo de las

1) Se agradecen los comentarios de Leonardo Perichinsky y Gerardo De Santis

exportaciones y un proceso de tenue diversificación de las mismas. Respecto del crecimiento, es en realidad a partir de la estabilización y/o reducción de la volatilidad del tipo de cambio real lo que consagró el crecimiento. Esto se puede apreciar en el gráfico 1, donde a pesar de que el tipo de cambio real multilateral (TCRM) hace el salto con la devaluación del peso, las exportaciones recién crecen a partir de una mayor estabilidad de los precios relativos.

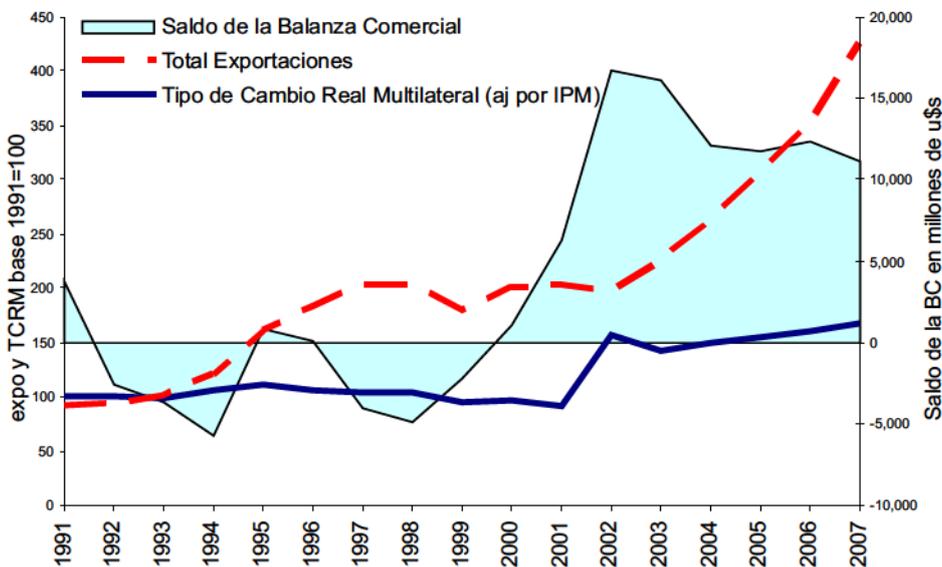
Desde el año 2003 hasta 2007 las exportaciones totales crecieron un 89% alcanzando los u\$55.900 millones consolidándose un nivel de superávit comercial de más de u\$ 11.000 millones pero en franca reducción, más que nada por la dinámica de las importaciones frente al espectacular desenvolvimiento de la demanda doméstica.

El nivel y estabilidad del TCR se transformó entonces en la principal causa del comportamiento de las exportaciones. A esto hay que adicionar un proceso de aumento en el valor agregado de las exportaciones primarias, basado en la expansión de los sectores de agro-negocios durante los años 90 y a una importante capacidad ociosa del sector automotriz que piloteó el crecimiento de las exportaciones de origen industrial.

El TCRM ajustado por precios mayoristas contrariamente a lo que sucede con el ajustado por precios minoristas (IPC), está reflejando una depreciación real de nuestro peso, lo que nos hace aún más competitivos que en 2002. Esto se debe principalmente a que tenemos importantes socios comerciales, como veremos más adelante, cuyas monedas están atravesando un proceso de revaluación real (euro y real principalmente).

Gráfico N° 1

Exportaciones, Balanza Comercial y Tipo de Cambio Real Multilateral



Fuente: CIEPYC sobre la base de datos del INDEC y CEI

Efectos precio y cantidad

A nivel de las exportaciones globales, entre 2003 y 2007 los precios crecieron 34,8% mientras que las cantidades exportadas un 40%, lo que permitió que el valor de nuestras ventas externas se incrementara casi un 90%. En el último año, sin embargo, hay que advertir que es más marcada la influencia de los precios que de las cantidades en la

ecuación del crecimiento (11,5% y 8% respectivamente).

Desde el análisis de grandes rubros de exportación, es interesante observar que el mayor dinamismo exportador lo tienen las manufacturas de origen industrial (MOI) que desde 2003 fueron las de mayor crecimiento en valor y en volumen. En efecto, durante dicho lapso las MOI crecieron un 125% en valor y casi un 70% en volumen. Esto tuvo reflejo en la estructura de las exportaciones dando como resultado un crecimiento de la participación de las MOI del 26,9% en 2003 al 31,1% en 2007. Lejos de recibir estos datos como un proceso de "desprimarización" de las ventas externas, lo que en realidad sucede es que este comportamiento de las MOI no responde a un proceso que involucra al conjunto de los sectores industriales, sino que surge más bien como resultado del dinamismo del sector automotriz. En efecto, sin considerar al sector automotriz que incrementó sus exportaciones entre 2003 y 2007 un 271%, las MOI hubieran crecido 91,7%, casi a la misma tasa de las manufacturas de origen agropecuario (MOA) con 92,1% y de los productos primarios (92,9%).

Cuadro N° 1  
Índices de valor, precio y cantidad de las exportaciones argentinas  
por grandes rubros. 2003-2007. Base 1993=100

	TOTALES			PRIMARIOS			MOA			MOI			Comb y Energía		
	Valor	Precio	Cant.	Valor	Precio	Cant.	Valor	Precio	Cant.	Valor	Precio	Cant.	Valor	Precio	Cant.
2003	225,7	99,7	226,4	197,8	101,0	195,9	202,8	89,6	226,3	209,6	89	235,5	438,4	156,2	280,6
2004	263,4	109,1	241,3	209,4	108,2	193,5	242,4	97,3	249,0	259,6	95,9	270,8	501,4	200,6	249,9
2005	307,9	111,1	277,2	248,0	99,0	250,5	266,4	91,4	291,7	325,8	107,6	302,9	578,7	270,9	213,6
2006	354,1	120,5	293,8	263,7	110,0	239,7	309,1	98,6	313,5	403,1	115,2	349,8	628	327,1	192,0
2007	426,4	134,4	317,2	381,6	133,4	286,1	389,7	122,5	318,1	472,6	118,5	399,0	554	360,6	153,6
Var 03/07	88,9%	34,8%	40,1%	92,9%	32,1%	46,0%	92,2%	36,7%	40,6%	125,5%	33,1%	69,4%	26,4%	130,9%	-45,3%
Var 06/07	20,4%	11,5%	8,0%	44,7%	21,3%	19,4%	26,1%	24,2%	1,5%	17,2%	2,9%	14,1%	-11,8%	10,2%	-20,0%

Fuente: CIEPYC sobre la base de datos del INDEC

En las exportaciones primarias y las MOA la dinámica de los precios es mucho más significativa, sobre todo durante el año 2007. En efecto, las dos terceras partes del aumento de los precios desde 2003 se produjo en 2007.

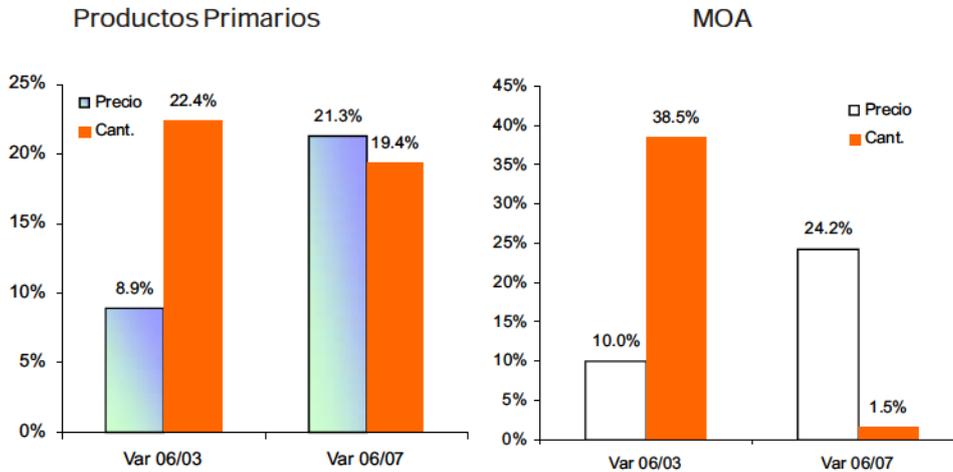
En el caso particular de las MOA, el crecimiento de su valor en 2007 obedece casi con exclusividad al aumento de más del 24% de sus precios ya que las cantidades se mantuvieron prácticamente iguales (sólo crecieron 1,5%). Sólo por efecto precio de productos primarios y MOA las exportaciones subieron \$5.700 millones en 2007, lo que representa el 60% del incremento total y más del 50% de superávit comercial total del año.

A nivel más desagregado, dentro de los productos primarios, los cereales vieron incrementar sus precios en 30% mientras que los precios de las semillas de oleaginosas (soja) crecieron en el último año un 27,7%. Respecto de las MOA influyeron los lácteos y los aceites con crecimientos de precios superiores al 35%.

El proceso arriba descrito nos conduce a advertir que no se han producido grandes cambios de estructura en las exportaciones. Merced al crecimiento espectacular de los precios de las MOA y los productos primarios, las exportaciones de estos rubros representan en 2007 lo mismo que en 2003 (56% del total exportado), cuando la trayectoria de los años anteriores era hacia una leve pérdida de participación. Por su lado las MOI mantienen un 31% en la estructura mientras que las exportaciones de combustible y energía han retrocedido del 18% en 2003 al 12% en 2007, producto de la reducción de las expo en más del 11% en dicho período.

Gráfico N° 2

Mayor influencia de los precios sobre la performance exportadora durante 2007



Fuente: CIEPYC sobre la base de datos del INDEC

### El destino de nuestras exportaciones

Nuestro principal socio comercial sigue siendo Brasil que absorbe el 18% del total de nuestras exportaciones durante el período 2003-2007; ello a pesar de que el Mercosur ha dejado de tener la importancia relativa que tenía en el quinquenio 1995-2000 cuando representaba casi el 33% de nuestras ventas. Desde 2003, si bien se percibe un leve incremento de la participación de nuestras exportaciones al Mercosur, la participación es en esta etapa 12 puntos porcentuales inferior a la del período 1995-2001. A nivel de grandes rubros, el 58% de las ventas al Mercosur son MOI mientras que un 16% son combustibles y energía.

Cuadro N° 2

	Promedio 1990-1994	Promedio 1995-2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Promedio 2002-2007
Intra Mercosur	21,8%	32,5%	22,2%	18,8%	19,2%	19,0%	21,1%	22,3%	20,4%
Extra Mercosur	78,2%	67,5%	77,8%	81,2%	80,8%	81,0%	78,9%	77,7%	79,6%
Intra Mercosur	21,8%	32,5%	22,2%	18,8%	19,2%	19,0%	21,1%	22,3%	20,4%
Comunidad Andina	5,5%	4,8%	4,8%	3,9%	4,8%	5,2%	5,9%	4,6%	4,9%
Chile	4,7%	8,2%	11,5%	11,5%	11,1%	11,1%	9,4%	7,5%	10,4%
Unión Europea	29,6%	18,3%	20,1%	19,7%	18,0%	16,9%	17,8%	17,7%	18,4%
NAFTA	13,6%	11,4%	14,5%	13,7%	14,1%	14,7%	12,7%	11,0%	13,5%
China	1,5%	2,8%	4,2%	8,3%	7,6%	7,9%	7,6%	9,6%	7,5%
Japón	3,3%	2,0%	1,6%	1,3%	1,1%	0,8%	0,9%	1,2%	1,1%
ASEAN	2,2%	2,7%	3,3%	3,7%	3,6%	4,0%	3,7%	3,8%	3,7%
Resto	17,8%	17,2%	17,8%	19,2%	20,5%	20,2%	20,9%	22,2%	20,2%

Participación de las exportaciones argentinas según destino\*

\* Estimado 2007

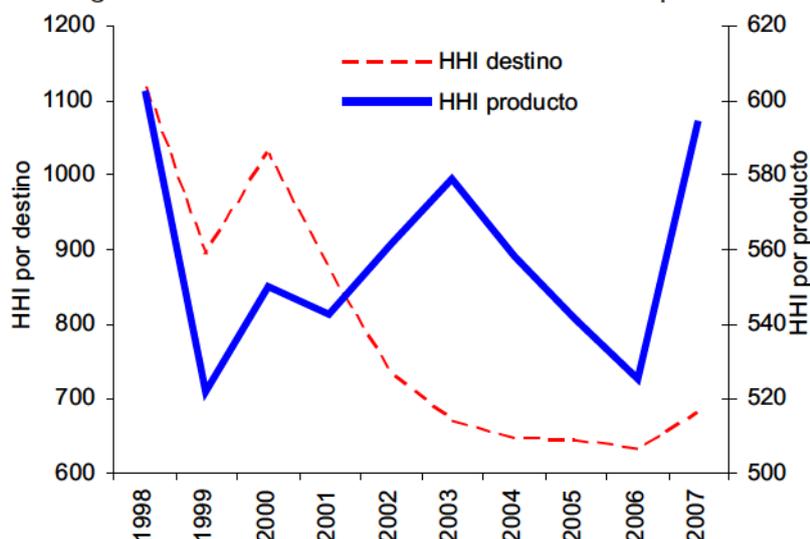
Fuente: CIEPYC sobre la base de datos del INDEC

El mercado asiático y China en particular, han crecido como demandantes de nuestros productos. A China se exporta más del 9,5% de nuestras ventas externas cuando en la década anterior era un mercado que apenas absorbía el 2,6%. Por su parte el 90% de las exportaciones son de MOA y Productos Primarios. En 2007 las ventas a China de

productos primarios creció un 83% respecto de 2006 mientras que las MOA en el mismo lapso crecieron un 90%. Vale decir que más casi el 30% del incremento de las exportaciones totales de productos primarios y MOA entre 2006 y 2007 tuvieron su explicación en la demanda de China.

Asia compra más del 4% de nuestras exportaciones y si bien la participación ha crecido moderadamente desde 2003 hasta la fecha, respecto de los años 90 se exporta el doble. También el 90% de nuestras ventas a Asia lo constituyen los productos primarios y las MOA.

Gráfico N° 3  
El largo camino de la diversificación de las exportaciones



Índice de HHI (Índice de Herfindahl y Hirschman)

Fuente: CIEPYC sobre la base de datos del INDEC

En el nuevo esquema macroeconómico Chile aparece también como un fuerte comprador, en particular de MOI y Combustibles. Al mercado chileno se exporta el 7,5% del total aunque su participación está cayendo desde 2003 cuando alcanzaba el 11,5%.

Al NAFTA, las ventas externas vienen creciendo moderadamente y en 2007 tan solo crecieron un 1% respecto de 2006. Las ventas están asociadas principalmente a las MOI y a combustibles.

La Unión Europea (UE) es el segundo destino de importancia (participa en 18% de las expo), allí se venden el 30% del total de las exportaciones MOA y, al mismo tiempo, éstas representan el 60% de las compras de la UE a la Argentina.

A pesar de percibirse una importante concentración tanto en los destinos de nuestras exportaciones como en los productos, en el gráfico 3 se verifica una moderada diversificación de nuestras exportaciones para los diversos destinos.<sup>2</sup>

En cambio, no es tan clara la diversificación de las exportaciones por producto ya que la leve tendencia evidenciada desde 2003 se cortó en 2007 para alcanzar los niveles de concentración de 1998.

2) El índice utilizado para medir la concentración es el índice de Herfindahl y Hirschman que consiste en aplicar la sumatoria de los cuadrados de las participaciones de cada país/producto. El nivel máximo del índice es de 10.000 (en el caso en que sólo exista un solo destino/producto que tendría una participación del 100%) y el nivel mínimo de 0 (diversificación perfecta)

## Conclusiones

Bajo el actual escenario de incertidumbre internacional, el presente trabajo analiza la perspectiva comercial, en particular de las exportaciones, frente a una hipótesis de traslado de la crisis financiera a la economía real.

Las exportaciones argentinas aumentaron un 90% desde 2003 y un 20% en el último año. El superávit comercial alcanzó los u\$s 11.156 millones. Las cantidades exportadas crecieron 40% y los precios un 35% en dicho lapso.

Desde el punto de vista de la estructura de las exportaciones, no hubo grandes modificaciones. Las MOI tienen el mayor crecimiento desde 2003 dentro de los grandes rubros de exportación y el de mayor incremento de las cantidades exportadas. Esto, que podría verse como una “desprimarización” de las exportaciones, se relativiza cuando no consideramos las exportaciones de los materiales de transporte (industria automotriz). En efecto, sin ellos, las MOI presentan el mismo crecimiento que las MOA y que los productos primarios, lo que implica un mantenimiento de su participación relativa (como combustibles cayó, se reparten entre los tres restantes rubros la diferencia).

Las MOA y los Productos Primarios siguen representando más del 55% del total exportado (igual que en 2003) aunque esto se debe más al crecimiento de este último año. En particular, el crecimiento de las MOA en 2007 respecto de 2006, obedece casi con exclusividad al aumento de más del 24% de sus precios ya que las cantidades exportadas se mantuvieron prácticamente constantes. Sólo por efecto precio de primarios y MOA las exportaciones subieron \$5.700 millones en 2007 lo que representa el 60% del incremento total y más del 50% de superávit comercial total del año.

La “reprimarización” de las expo en 2007 producto del efecto precio (cereales 30%, soja 27,7%, aceite 38%, lácteos 35%), coincide con un menor grado de diversificación tanto en bienes como en los destinos durante dicho año. En efecto, mientras el período 2003-2006 se caracterizó por una tenue pero persistente tendencia de una mayor diversificación de destinos y menor concentración de productos exportados, en 2007 esa tendencia se revierte y habrá que seguir observando su comportamiento.

Los principales destinos de exportación en esta etapa, han sufrido algunas modificaciones. Respecto de la estructura de comercio de la segunda etapa de la convertibilidad (1995-2001), se evidencia una “desregionalización” de nuestras expo: los destinos intra mercosur pierden participación frente a destinos nuevos como China y Asia (se exporta entre ambos el 13% del total) que son nuestros principales demandantes de productos primarios y MOA. Apesar de ello, Brasil sigue siendo nuestro principal comprador.

Frente a la eventual crisis que pueda afectar los precios de nuestros productos de exportación, los resultados de 2007 nos alertan de una mayor dependencia bajo una dinámica de moderado crecimiento de las cantidades. La evidencia de las MOA en 2007 (que representan el 35% del total de exportaciones) muestra un casi nulo crecimiento de las cantidades (1,5%).

Como corolario, nuevamente viene a discusión las fuertes secuelas que han dejado los procesos productivos basados en las ventajas comparativas que impiden que la estructura productiva, como contracara de las exportaciones, reflejen en el actual esquema macroeconómico la suficiente capacidad para generar una especialización y diversificación competitiva.

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

Por Pablo Lavarello<sup>1</sup> y Rafael Selva<sup>2</sup>

El actual esquema de política macroeconómica neutraliza las posibles vías de transmisión financiera de la crisis. No obstante, existe algún grado de preocupación por los efectos de la crisis de Estados Unidos sobre los precios internacionales de las materias primas agrícolas. Existen una conjunción de tendencias en los mercados de granos, que hacen poco probable una caída abrupta en los precios de los principales commodities. La relación entre el stock de granos y el consumo es la más baja de las últimas dos décadas. No obstante, una eventual desaceleración en el crecimiento mundial abre un escenario incierto, dada la coexistencia de dinámicas contradictorias

## Introducción

Desde la nueva profundización de la crisis de las subprime en Estados Unidos en enero del presente año, se ha abierto un importante debate sobre los mecanismos de transmisión de esta crisis a nuestra economía. Como hemos discutido en notas previas, son limitados los efectos de un eventual contagio vía caída de los títulos y acciones que termine en 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 y la inexistencia de burbujas inmobiliarias apalancadas, reducen la incertidumbre en las decisiones de consumo e inversión.

No obstante, existe algún grado de preocupación por los efectos de la crisis sobre los precios internacionales de las materias primas indiferenciadas (commodities). Las exportaciones argentinas se encuentran especializadas en un conjunto acotado de complejos agroalimentarios, si bien durante los últimos años las exportaciones industriales crecieron fuertemente en su participación. Según datos del INDEC, las exportaciones de los complejos agroindustriales representan aún el 43% de las exportaciones totales, siendo el más relevante el complejo oleaginoso (21,4%). Dado el peso de las exportaciones de materias primas agrícolas, resulta de interés indagar en que medida una eventual desaceleración de la economía mundial podría tener efecto sobre los precios de estas producciones.

En estas notas sostenemos que existen tendencias de largo plazo que explican los altos precios de las materias primas agrícolas. Tendencias que se expresan en bajos niveles de existencias (stocks) y una firmeza de los determinantes estructurales de la demanda a nivel mundial. Sin embargo, la experiencia histórica demuestra que las crisis macroeconómicas tienen alto impacto sobre las dinámicas de los mercados agrícolas. Por ello es importante discutir en términos generales y altamente especulativos- qué implicancias tendrían sobre estos mercados los pronósticos cada vez menos auspiciosos sobre el crecimiento mundial.

A fin de abordar estas cuestiones, comenzamos por presentar los factores que explicaron el crecimiento en la demanda de los principales granos de exportación y la

1) Investigador CEUR-CONICET

2) Investigador CIEPYC- Docente UNLP

evolución de la producción. A partir de estos elementos generales, discutimos la relación existente entre el stock de granos existente, el consumo mundial y los precios internacionales. Finalmente, nos interrogamos en qué medida una desaceleración de las principales economías mundiales pueden afectar al consumo de granos, revirtiendo en parte las tendencias antes mencionadas.

#### Principales determinantes del aumento del precio de las materias primas agrícolas en el período 2002-2007

El mercado internacional de materias primas agrícolas atraviesa rápidas redefiniciones asociadas a un conjunto de fuerzas impulsoras. El crecimiento mundial, procesos de urbanización, altos precios de la energía, el cambio climático y la globalización están transformando el consumo, la producción y los mercados de materias primas agrícolas.<sup>3</sup> También crece la influencia del sector privado en los sistemas agroalimentarios, especialmente aumenta la importancia de la gran distribución alimentaria y la concentración del comercio de granos en unas pocas empresas transnacionales. Estos cambios se traducen en:

§ Expansión de la demanda de granos impulsada por el crecimiento económico y los cambios en los patrones de consumo de los países en desarrollo. La mayoría de los países en desarrollo han experimentado altas tasas de crecimiento en los últimos años. Los países de Asia, en particular China e India, mantuvieron un crecimiento fuerte y estable asociado a un proceso acelerado de industrialización tardía. El PBI real de la región crece un 9% promedio por año y como resultado del aumento del ingreso per capita, cambian los hábitos de consumo de la población, especialmente en las ciudades. Los cambios de patrones de consumo se reflejan en un aumento de productos farináceos, y granos para la alimentación del ganado.

§ Ampliación de los usos de los granos como fuentes de energía. El precio de los granos usados como insumo para la producción de biodiesel y etanol están cada vez más vinculados a los precios de la energía. Cuando el precio del petróleo supera los 100 U\$S el barril, los biocombustibles comienzan a ser rentables en diversos países aún bajo las tecnologías existentes. Esto implica que se traslade la variabilidad de los precios de la energía a los mercados agrícolas, en particular al maíz y al aceite de soja.<sup>4</sup>

§ Rigidez de la producción. A pesar de los cambios tecnológicos y organizacionales mayores asociados a la difusión de nuevos paquetes tecnológicos, la producción de granos no responde rápidamente al crecimiento de la demanda. Esto se traduce en cierta rigidez respecto a la variación de los precios.<sup>5</sup> Esta débil respuesta de la producción se explica, por un lado, por su dependencia respecto al ciclo biológico (que los cambios tecnológicos no han podido superar). Por el otro, la mencionada rigidez se ve reforzada cuando los precios son más volátiles, como ha sucedido durante la última década.<sup>6</sup> Esta rigidez es menor en la medida que mejoran las condiciones de financiamiento a la producción y se implementan mejoras organizacionales.

§ Desregulación de los mercados de granos nacionales y el consecuente avance de las transnacionales de granos. Este proceso se traduce en una tendencia a reducir los stocks como forma de aumentar la tasa de rotación del capital, que si bien es más eficiente desde el punto de vista de las estrategias de las empresas, implica en términos globales una mayor volatilidad de los precios.

3) Para un análisis completo de estos determinantes, ver Joachim von Braun (2007) "The World Food Situation: New Driving Forces and Required Actions" IFPRI Food Policy Report

4) El coeficiente de variación del precio internacional del aceite la soja (desvío típico sobre el promedio de precios) en los últimos 7 años fue de 0,28 %, comparado con los coeficientes de 0,14% en la década previa.

5) Típicamente la producción crece entre 1 y 2% cuando los precios aumentan 10%.

6) El coeficiente de variación del precio de trigo aumento de 0,21 durante los '90 a 0,27 en los últimos 7 años y la soja de 0,14 a 0,17 respectivamente

§ Creciente costo fiscal de la política de dumping agrícola por parte de los países desarrollados. Asociado al fin de una política de mantenimiento del precio de petróleo por debajo de los 23 U\$S el barril, que empuja el precio de sus sustitutos hacia arriba, se hace muy costoso para Estados Unidos continuar su política de subsidios sobre los precios internacionales para mantenerlos debajo del costo de producción.

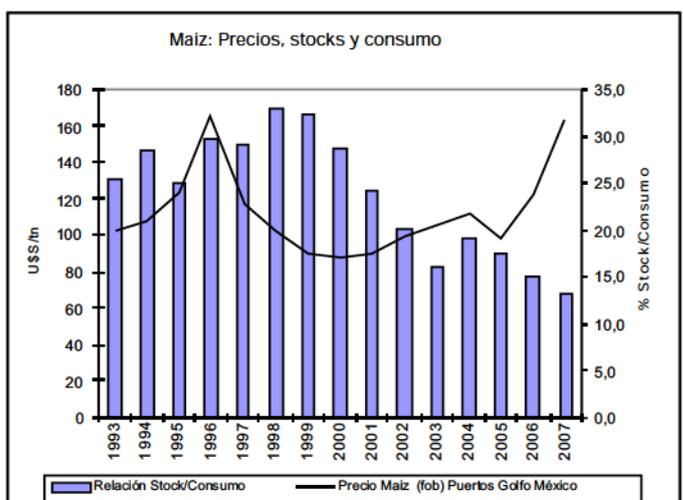
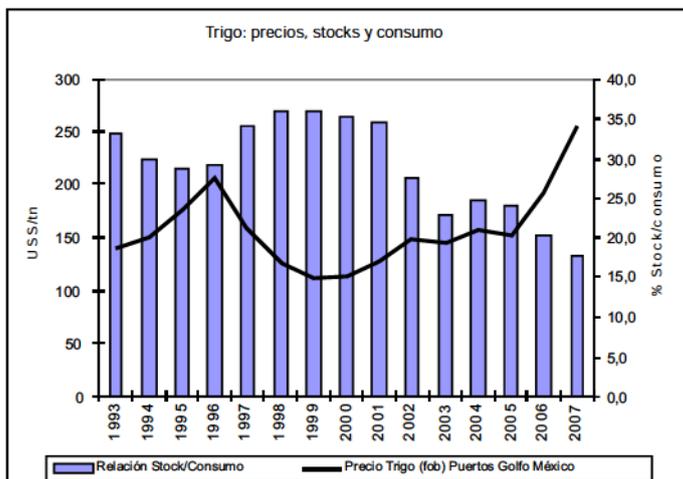
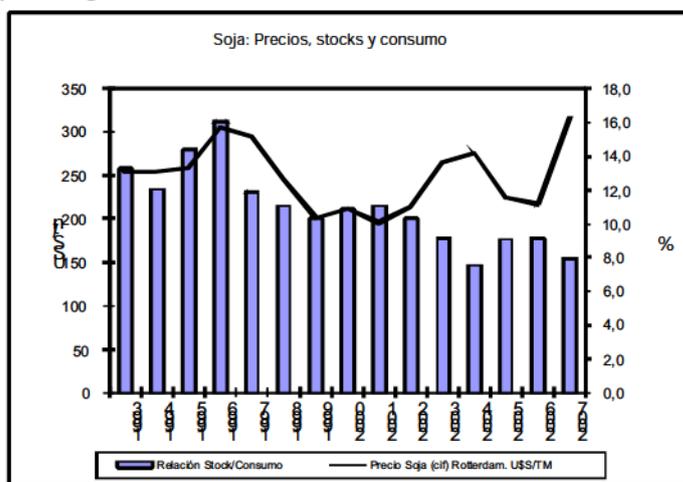
Frente a este conjunto de factores, el mercado de granos enfrenta importantes desbalances. Durante los últimos dos años el nivel de consumo de granos ha sido mayor que la producción, resultando en una caída significativa de los stocks. En términos de crecimiento, el consumo total de los principales granos (soja, maíz y trigo) aumentó desde una tasa del 2% promedio anual durante la década de los '90 a una de 3% promedio anual durante los últimos 7 años (USDA, 2008). La producción, por su parte, solo creció a tasas del 2% anual entre la campaña 2000/01 y la última campaña, generando una tendencia a la reducción de stocks. Es de destacar el caso de la soja, que experimentó una caída del crecimiento anual del 5% durante los años '90 a un 3% entre el año 2001 y el 2007, mientras su consumo se expande sostenidamente a tasas del 5% anual.

Como resultado, los stocks acumulados en relación al consumo para los tres granos, han venido cayendo durante los últimos 7 años (ver gráfico N° 1), con el consecuente aumento en los precios internacionales. En los tres cultivos el ratio stock/consumo se encuentra en el menor nivel desde el inicio de los '90. De mantenerse el nivel de consumo del año previo, el stock existente de soja solo alcanzaría para dos meses de consumo, cuando en la campaña previa hubiera alcanzado para algo más de tres meses. Esta situación es aún más preocupante en el caso del maíz, donde el stock solo alcanzaría para cubrir un mes y medio de consumo. Esta situación explica el alza en los precios de los granos.

No obstante, esta situación puede revertirse ante una desaceleración de la economía mundial. Durante la segunda mitad de los años '90, la sucesión de crisis financieras iniciadas en Tailandia, luego trasladadas al resto de las economías asiáticas (excepto China), a Rusia y Brasil- impactaron en el crecimiento de la economía mundial y en particular en las economías en desarrollo. La crisis de los países asiáticos resultó en una sucesión de devaluaciones competitivas y caídas en el PBI en los países afectados. Esta situación generó una disminución del consumo de granos a nivel mundial y en un aumento relativo del stock, dando lugar a una sensible caída en los términos de intercambio de los países exportadores. Simultáneamente, el aumento de la producción mundial de granos en 1997, dadas las buenas cosechas y el lógico rezago entre las decisiones de cultivo y producción propias de la actividad primaria, agudizó el efecto de la caída de los precios de los commodities.

En el actual episodio, la crisis se origina en el centro de las finanzas mundiales y los mecanismos reales de transmisión son menos directos. La crisis financiera en Estados Unidos, y la posible desaceleración de la economía mundial, tendrán efectos diferentes según el impacto que la misma genere en las economías con mayor respuesta del consumo respecto al producto.

Gráfico N° 1  
Principales granos: Relación Precio - stock/consumo mundial



Fuente: CIEPYC en base a datos de FAS-USDA.

## Posibles respuestas de los mercados agrícolas frente a una desaceleración del crecimiento mundial

Si bien la estimación de los efectos de distintos escenarios posibles excede el objetivo de esta nota, es posible discutir las distintas respuestas posibles de los mercados a la luz de los pronósticos de crecimiento disponibles y estimaciones preliminares de las elasticidades de la demanda de los commodities al crecimiento. Como adelantamos en la sección previa, el consumo de granos está fuertemente asociado a la variación del PBI.

Según las últimas proyecciones realizadas por el FMI luego de la crisis subprime, la economía mundial sufriría una desaceleración del crecimiento de 4,9 en el año 2007 a 4,1% en el año 2008.<sup>7</sup> Sin embargo, el impacto de la crisis sería diferente según las regiones. Para los países desarrollados, la caída sería de 2,6 a 1,8%, explicada en gran parte por la desaceleración de Estados Unidos y el área del Euro. En cambio, los países en desarrollo manifestarían un ajuste sensiblemente menor de 7,9% a 6,8%. En particular, los países de Asia mantendrían un crecimiento firme pese a la crisis (de 9,6 a 8,6%), en donde China mantendría un crecimiento de dos dígitos (cayendo de 11,4 a 10%).

A nivel mundial existe una relación positiva, de elevada significatividad estadística, entre consumo de granos y PBI (como puede apreciarse en el cuadro).<sup>8</sup> La respuesta del consumo al PBI mundial es mayor en el caso de la soja, dado su uso creciente como alimentación animal y como fuente de energía.

A partir de estas proyecciones preliminares, es posible inferir que de confirmarse la desaceleración del PBI, tendrá algún efecto sobre el consumo de granos que podría revertir la relación entre stocks y consumo. Cabe interrogarse (con mero carácter especulativo) sobre los efectos diferenciales que podría tener la pronosticada desaceleración sobre el consumo de granos, teniendo en cuenta la respuesta de éste al PBI en países con distintos grados de exposición frente a la crisis.

Cuadro N° 1  
Respuesta del consumo (en %) ante variaciones del PIB (de 1%).  
Países seleccionados

	Mundo	Union Europea	Estados Unidos	China	India
Maiz	0.4 <i>t=22,1***</i>	0.0 <i>t=0,2</i>	1.4 <i>t=3,25***</i>	0.4 <i>t=30,9***</i>	0.6 <i>t=17,6***</i>
Soja	0.8 <i>t=22,5***</i>	0.1 <i>t=1,9*</i>	0.3 <i>t=0,46</i>	0.7 <i>t=13,6***</i>	1.6 <i>t=2,36**</i>
Trigo	0.2 <i>t=16,8***</i>	0.2 <i>t=8,6***</i>	0.9 <i>t=2,18**</i>	0.1 <i>t=5,7***</i>	0.2 <i>t=0,68</i>

Nota: \*\*\*significatividad 1%; \*\*significatividad 5%; \*significatividad 10%  
Fuente: CIEPYC en base a datos de FMI y FAS-USDA

Si bien no es posible obtener una conclusión general, se pueden identificar distintos efectos según se trate de cereales o de soja. Por un lado, Estados Unidos muestra una mayor respuesta del consumo de cereales (maíz y trigo) a variaciones en el PBI que el resto de las economías. Por otro lado, la reacción del consumo de soja al PBI no es significativa para Estados Unidos, siendo mayor en el caso de China e India. Esto indica que de confirmarse las proyecciones del FMI, la caída en el consumo sería mayor

7) Ver FMI "World Economic Outlook. IMF Sees World Growth Slowing, With U.S. Marked Down"  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/RES012908A.htm>

8) Estas estimaciones son de carácter preliminar y se basan en una regresión simple entre consumo de granos y PBI, no aislándose el efecto sustitución del efecto ingreso.

en el caso de los cereales que en la soja. Por su parte, que el consumo de materias primas agrícolas de la Unión Europea sea altamente inelástico respecto del PBI, reduciría el efecto sobre el consumo de los tres granos, de un traslado de la desaceleración de la actividad económica a dicha región.

#### Reflexiones finales

Existe una conjunción de tendencias en los mercados de granos previas a la crisis de subprime, que hacen poco probable una caída abrupta en los precios de los principales commodities en el corto plazo. El crecimiento de las economías asiáticas y sus cambios en los patrones de consumo, el efecto de los biocombustibles, la débil respuesta de la producción ante los altos precios internacionales y el eventual relajamiento de una política basada en el dumping agrícola por parte de Estados Unidos sostienen el optimismo de diversos pronósticos. Esto se traduce en la relación entre stocks y consumo de granos más baja desde los años '90.

Sin embargo, un posible cambio en la evolución del consumo de granos asociada a una desaceleración del PBI abre un escenario incierto, dada la coexistencia de dinámicas contradictorias. Por un lado, de mantenerse firme el crecimiento de las economías asiáticas (China e India) y dada la alta elasticidad del consumo de granos respecto al ingreso, primaría un escenario favorable al menos para el caso de la soja (principal complejo exportador de Argentina). No obstante, Estados Unidos muestra también una alta elasticidad del consumo de cereales, que en caso de confirmarse una desaceleración del consumo, podría resultar en un aumento de su superávit con un efecto negativo sobre el precio de los cereales.

Sin embargo, es difícil predecir cual escenario se impondrá. En caso de trasladarse la desaceleración de las economías desarrolladas a las economías en desarrollo, la firmeza del aumento de los precios de los granos se vería afectada, con posibles consecuencias para las exportaciones locales. Este escenario no es totalmente improbable, teniendo en cuenta que el menor stock en relación al consumo implica una tendencia a los precios altos y a una mayor volatilidad en los mercados. Ante una desaceleración generalizada se recompondrían los niveles de stocks, y por esta vía podrían verse afectados los precios de los granos. Frente a este escenario es importante desarrollar en la economía nacional adecuados mecanismos de amortiguación de los precios, que permitan en forma simultánea, diversificar la estructura productiva frente a la volatilidad de precios.<sup>9</sup>

Al cierre de esta nota, el gobierno nacional implementó un esquema de derechos de exportación móviles a los granos, que permite combatir la volatilidad y salvaguardar a la población de los vaivenes de los mercados de granos

La presente revista se editó en la  
Facultad de Periodismo y Comunicación Social.  
Calle 44 N° 676 e/ 8 y 9 - primer piso - oficina N° 4

#### CONSEJO EDITORIAL

Lic. Miguel Zanabria  
Lic. Alfredo Iñiguez  
Lic. Leonardo Perichinsky  
Dr. Pablo Lavarello  
Lic. Gerardo De Santis

#### EQUIPO DE INVESTIGACIÓN

Dr. Alejandro Naclerio  
Lic. Germán Saller  
Lic. Rafael Selva  
Lic. Daniela Meroni  
Lic. Julián Barberis  
Lic. Agustina Battistuzzi  
Lic. Cecilia Peluffo  
Lic. Matías Mancini  
Natalia Abdala