



Real
Instituto
Elcano

de Estudios Internacionales y Estratégicos

EL IMPACTO DE LA CRISIS ARGENTINA SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Jorge Blázquez y Miguel Sebastián

Documento de Trabajo (DT) N° 12/2004

18/12/2003



El impacto de la crisis argentina sobre la economía española

Jorge Blázquez* y Miguel Sebastián**

Resumen: Este documento (1) realiza la primera estimación cuantitativa del impacto que la crisis argentina tuvo sobre la economía española en términos de PIB. La conclusión es que, durante el período 1999-2002, el PIB español habría crecido un 0,8% más de no haberse producido dicha crisis.

Introducción

La crisis argentina ha tenido una importante repercusión en los medios informativos españoles. Durante los cuatro años en los que se ha gestado la crisis –que ya se ha denominado *la tragedia argentina*– ha habido un seguimiento periodístico muy detallado de la misma, incluyendo tanto temas económicos como sociales y políticos. Este denso seguimiento informativo está justificado por varias razones. Sin duda, se puede mencionar un *motivo emocional*, justificado por los especiales vínculos históricos que unen a España con Argentina. Pero aún siendo este *motivo emocional* muy importante, hay otros factores más relevantes. En primer lugar, la crisis argentina se tradujo en el mayor *default* de deuda pública de la historia, involucrando alrededor de 50 mil millones de dólares. El Gobierno argentino anunció, a comienzos de 2002, que no iba a honrar su deuda debido a las enormes dificultades económicas que estaba viviendo el país. En segundo lugar, por la magnitud de la crisis. De hecho, entre 1998 y 2002 el PIB argentino se redujo un 18%, la moneda perdió un 70% de su valor y la renta *per capita* en dólares cayó alrededor de un 68%. En tercer lugar, por la magnitud de la crisis bancaria soportada y la alarma social internacional al contemplar los episodios vinculados al *corralito* y al *corralón*. Sin embargo, y pese a todo lo anterior, la razón fundamental que explica el interés de los medios informativos españoles por la crisis argentina es, probablemente, la masiva presencia de empresas españolas en aquel país. De hecho, y según Chislett (2003), la inversión directa española en Argentina acumulada durante el periodo 1992- 2001 ascendió a 26,3 miles de millones de euros.

Resulta paradójico que, a pesar del enorme interés informativo que la *tragedia argentina* ha despertado en los medios de comunicación, se dispone de pocos estudios de carácter académico o con valoraciones cuantitativas. En general, se tiende a pensar que la crisis argentina ha tenido un efecto despreciable sobre la economía española. Esta percepción se basa en dos factores: primero, el crecimiento registrado por España en el periodo 1998- 2001 ha sido muy vigoroso. Y, segundo, las relaciones comerciales entre España y Argentina son muy reducidas, lo que invita a pensar que el contagio ha debido ser casi inexistente.

Sin embargo, hay que resaltar que los canales de contagio de la crisis argentina sobre nuestra economía no son los tradicionales. España es una economía muy internacionalizada ⁽²⁾ y la fuerte apertura comercial es sólo una de sus características. Los

* Servicio de Estudios, BBVA

** Profesor Titular de Economía Cuantitativa, Universidad Complutense de Madrid

canales de contagio que analizamos pretenden ir más allá, abarcando hasta seis factores, tres reales y tres financieros.

De los canales de contagio reales, el primero es el contagio comercial, analizado aquí de forma heterodoxa. Los resultados muestran que el efecto de la crisis argentina por este canal es reducido. En cuanto al resto de los canales, escasamente estudiados y novedosos para la economía española, los impactos son de signo y magnitud variopintos. Así, el segundo canal de contagio real es el derivado del coste para las empresas españolas con intereses en Argentina. El tercero de los canales reales que estudiamos tiene efectos positivos, es la inmigración argentina en España. La crisis ha obligado a muchos argentinos a abandonar su país, y España es uno de los destinos favoritos, absorbiendo capital humano cualificado.

De los canales de contagio financiero analizamos tres: a) el impacto de la crisis sobre los bonos españoles; b) el coste del *default* de deuda argentina; y c) el contagio vía el mercado bursátil. La evidencia sugiere que el contagio financiero no ha sido pequeño. En realidad, en este estudio lanzamos la idea de que la riqueza financiera de las familias españolas se ha visto significativamente afectada por la crisis argentina.

Además de valorar cualitativamente estos canales de contagio, se hace un esfuerzo por medir cuantitativamente el impacto de la crisis argentina sobre el crecimiento español. Éste es un análisis pionero, y los resultados deben valorarse e interpretarse con suma cautela. Desde una perspectiva de purismo académico, muchos de los resultados que aquí se aventuran son criticables, dadas las hipótesis y supuestos que vamos a utilizar. Sin embargo, y dado que la alternativa era hacer un análisis puramente cualitativo, nos ha parecido necesario ir un paso más allá, asumiendo estas posibles críticas e intentando abrir un debate en la comunidad científica y profesional. Los resultados cuantitativos sugieren que la *tragedia argentina* ha restado 0,8 puntos de crecimiento a la economía española a lo largo del periodo 1998- 2002.

El trabajo se organiza de la siguiente forma. En la sección 2 se repasa la magnitud de la inversión española en Argentina. En la sección 3 se resume de forma breve, cronológica y lo más objetivamente posible la crisis económica. En la sección 4 se analiza el contagio comercial de forma cuantitativa y novedosa. En la sección 5 se estima el coste de la crisis para las empresas españolas instaladas en el país. En la sección 6 se presenta una medida de la contribución de los flujos de inmigrantes argentinos. En la sección 7 se revisan los tres canales reconocidos de contagio financiero. Finalmente, en la sección 8 se presentan las conclusiones.

Las inversiones españolas en Argentina

Argentina ha sido uno de los destinos favoritos de la inversión española. Según Chislett (2003), las empresas españolas invirtieron en aquel país 26,3 mil millones de dólares en el periodo 1992- 2001, superando por mucho a Estados Unidos, que alcanzó los 9,1 mil millones de dólares. Para darse una idea de la magnitud de esta cifra baste señalar que la inversión española supuso el 5,4% de toda la formación bruta de capital fijo argentino durante esos años. Además, merece la pena destacar que Argentina ha sido el país latinoamericano donde más ha invertido España. Un 33% del total de la inversión española en la región se dirigió hacia Argentina, igualando la cuantía de la dirigida hacia Brasil, a pesar del mayor tamaño de esta última economía.

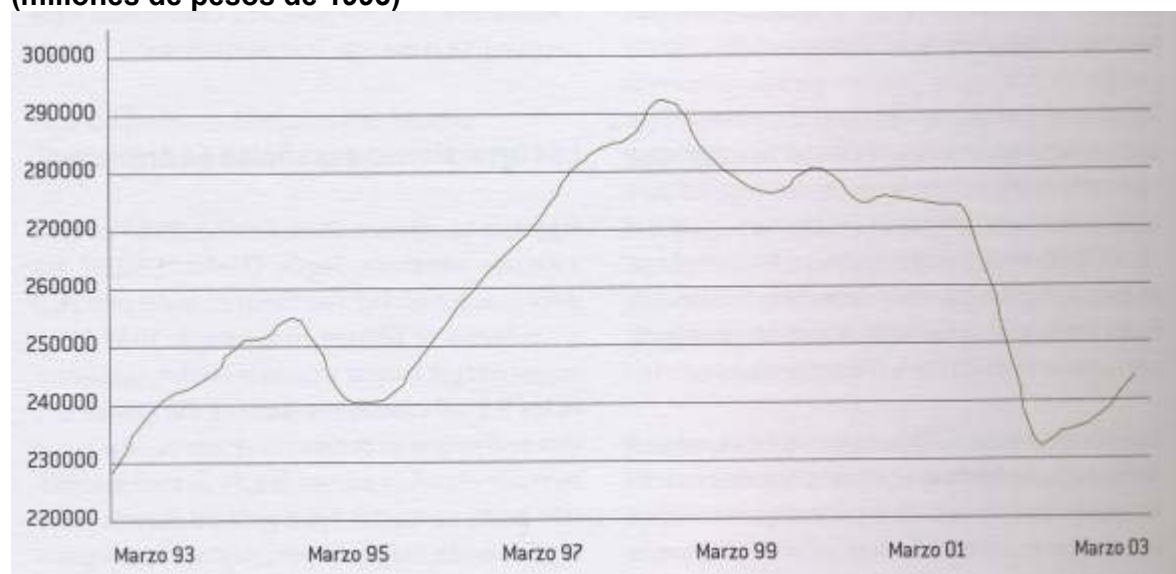
Respecto del número de empresas españolas que desarrollan su actividad en aquel país, según un estudio del Centro de Estudios Latinoamericanos (CESLA) realizado en 2002, hay 385 empresas inscritas en la Cámara Española de Comercio, pero sólo 50 de ellas tienen actividad. De forma más precisa, las mayores compañías serían ⁽³⁾: Repsol YPF, Santander Central Hispano, BBVA, Telefónica, Endesa, Gas Natural, Mapfre y Aguas de Barcelona. Estos nombres ya ofrecen una idea de los sectores productivos donde la presencia española es muy significativa: petróleo y gas, banca, telecomunicaciones, electricidad, agua y seguros. Por otra parte, y según un estudio de FUCAES (*Fundación Cámara Española de Comercio de la República Argentina*) fechado en mayo de 2002, las

empresas españolas daban empleo directo a 70 mil trabajadores, facturando alrededor de 17 mil millones de pesos en 2001. Estas empresas españolas explicaron por sí mismas alrededor del 2,9% del PIB argentino en 2000 y 2001. Además, todavía mayor es el impacto de las empresas españolas sobre la recaudación fiscal argentina, ya que aportaron alrededor del 11% del total de ingresos de esos años.

Un breve repaso a la crisis argentina

Aunque la crisis argentina estalló a comienzos del año 2002, la gestación de la misma fue un proceso de años. La economía argentina entró en recesión en el tercer trimestre de 1998, coincidiendo con el *default* de la deuda rusa y la huida generalizada de los flujos de capitales internacionales de buena parte de las economías emergentes. Ello fue especialmente grave en un país en el que, por el régimen de la convertibilidad, la oferta monetaria venía determinada por la evolución de las reservas exteriores. Por tanto, la crisis externa se convertía en una contracción monetaria interna. La fijación del tipo de cambio tampoco permitía un ajuste de la balanza por cuenta corriente que no fuera mediante una contracción de la actividad real. Durante cuatro años el país vivió una situación de recesión continuada. Así, la caída acumulada de la actividad desde el tercer trimestre de 1998 hasta finales del año 2002 fue del 18%. Como consecuencia de esta caída, el nivel de producción de 2002 era similar al de año 1993, toda una *década perdida*.

Gráfico 01. PIB argentino en términos reales.
(millones de pesos de 1993)



A pesar de la lentitud con la que tuvo lugar el proceso, el estallido de la crisis fue especialmente virulento. Las manifestaciones más obvias del estallido de la crisis argentina tuvieron lugar durante los últimos días de 2001 y los primeros de 2002 y se pueden reflejar en cuatro episodios.

-La *corrida bancaria* y el corralito. En diciembre de 2001 el Gobierno del Presidente De La Rúa impuso el congelamiento parcial de los depósitos bancarios tanto a la vista como a plazo (conocidos como *corralito* y *corralón*, respectivamente) con el objetivo de frenar la fuga de depósitos y evitar la quiebra del sistema financiero por falta de liquidez. El sistema financiero argentino ya había perdido a lo largo del año 2001 y en forma de goteo el 19,5% de sus depósitos, lo que ofrece una idea de la magnitud de la lenta pero inexorable *corrida bancaria silenciosa* que vivió el país ⁽⁴⁾, antes de la explosiva y agresiva *corrida bancaria* de finales de noviembre de 2001.

-El estallido político y social. En diciembre de 2001 la clase media argentina salió a las calles de Buenos Aires para protestar por el congelamiento de los depósitos, con la protesta ruidosa conocida como *los cacerolazos*. El Presidente De La Rúa renunció el día 21 de diciembre de 2001 ante su incapacidad de manejar la crisis social. Ramón Puerta, Presidente del Senado, asumió el poder debido a que no había vicepresidente, ya que éste había renunciado con anterioridad. El 23 de diciembre de 2001 toma el poder Rodríguez Saá, Gobernador de la Provincia de San Luis. Pero renuncia el día 31 de diciembre por la falta de apoyo de los demás gobernadores provinciales. Durante su semana como Presidente, Rodríguez Saá declaró el *default* de la deuda externa privada entre aplausos y abrazos de los congresistas. Finalmente, Eduardo Duhalde es investido como Presidente por el Congreso de la Nación el día 2 de enero de 2002.

-La declaración del *default* de la deuda pública externa por parte del Gobierno de Rodríguez Saá, el día 23 de diciembre de 2001. Este *default* recaía principalmente sobre los acreedores extranjeros privados, que poseían aproximadamente el 35% de los 144,5 miles de millones de dólares a los que ascendía la deuda pública argentina en diciembre de 2001. La deuda en manos de acreedores domésticos, en particular bancos y fondos de pensiones, ya había sido reestructurada en noviembre de 2001 con una considerable caída en el valor presente descontado de la misma.

-La ruptura de la Ley de Convertibilidad, el día 6 de enero de 2002, que fijaba la paridad del peso con el dólar y que llevaba vigente desde 1991. Argentina pasó de tener una caja de conversión, que es una versión extrema del tipo de cambio fijo, a tener un tipo de cambio flexible. Así, el tipo de cambio pasó de 1 peso/dólar a comienzos de enero a un máximo de 3,85 pesos/dólar el día 25 de junio de 2002, es decir, una depreciación del 74% en 6 meses. Sin embargo, el tipo de cambio se apreció a partir de junio y terminó el año 2002 cotizando a 3,36 pesos/dólar.

La crisis del año 2002 merece una mención especial. Es la mayor recesión de la historia contemporánea de Argentina, con una caída del producto del 10,9% anual y superior al 16% en el primer trimestre. Más espectacular resulta la contracción de la demanda interna, que se redujo un 17,1% anual. No hay que olvidar que esta crisis no tuvo lugar en una economía *sobrecalentada* como ocurre típicamente en las crisis cambiarias, sino en una economía que ya llevaba cuatro años de recesión, con una contracción acumulada del 8,4% del PIB. Además, la severidad de la crisis resultó mayor a la que experimentaron otros países emergentes durante otras crisis similares (véase cuadro 01). No sólo se trataba de una crisis económica, sino también política, social e institucional sin precedentes. Estos factores llevaron a una crisis de confianza que agudizó la salida de capitales iniciada en el año 2001, abandonando el país 13,5 mil millones de dólares en 2002 (el 16% del PIB). Lógicamente, todo ello desembocó en un espectacular ajuste de la cuenta corriente, con un superávit de más de 10 puntos del PIB.

Sin embargo, y a pesar de la enorme incertidumbre y errores de política de los primeros días, el principal riesgo al que se enfrentaba la economía argentina no se materializó. Muchos economistas anticipaban, con el fin de la convertibilidad, el regreso de la hiperinflación y una política fiscal descontrolada. Así, durante el primer semestre de 2002 la *memoria de la hiperinflación* desencadenó un apetito por el dólar que se tradujo en una presión al alza del tipo de cambio. En un principio, se temía la explosión de un círculo vicioso *devaluación- inflación- devaluación* que no tuvo lugar debido a la contracción monetaria ⁽⁶⁾ y una política económica relativamente restrictiva. Por ello, tras un salto inicial de los precios, la inflación remitió hasta tasas mensuales inferiores al 1% y el tipo de cambio entró en una senda apreciatoria. Finalmente, la economía real también comenzó a mostrar signos de recuperación a partir del segundo semestre de 2002, tras cuatro años de recesión. El PIB empezó a crecer debido al proceso de sustitución de importaciones y a la inversión ligada al mismo.

Cuadro 01. Magnitud del ajuste argentino

	Fecha devaluación	Default	PIB (%) trimestre		Bal. comercial (%PIB) año			Ctra. corriente (% PIB) año		
			T+1	T+4	T-1	T+1	T+2	T-1	T+1	T+2
Argentina	Ene-02	Sí	-16,3	-3,4	1,3	14,8	12,3 (e)	-1,7	9,8	6,0 (e)
Indonesia	Ago-97	Sí	-2,1	-8,8	1,0	13,6	10,3	-3,3	4,4	4,1
Tailandia	Jul-97	No	-1,5	-11,9	-1,4	18,5	14,9	-5,0	12,7	10,1
Turquía	Feb-01	No	-2,2	-9,3	-1,8	7,2	3,3	-4,9	2,3	-0,3
Rusia	Ago-98	Sí	-8,1	2,2	3,6	17,2	21,3	-0,7	11,5	17,0
Ecuador	Feb-99*	Sí	-7,3 -	2,5	-7,3	12,1	12,1	-10,6	6,7	6,7
México	Dic-94	No	-0,4	-7,0	-4,2	4,2	3,4	-7,1	-0,6	-0,7
Corea	Nov-97	No	-4,6	-6,0	-0,4	15,3	8,1	-1,7	12,7	6,0
Brasil	Ene-99	No	-0,4	3,4	-2,3	-1,5	-1,2	-4,2	-4,7	-4,0
Uruguay	Jun-02	No	-13,6	-3,0 (e)	-2,4	1,6 (e)	3,4 (e)	-2,9	1,5 (e)	

Fuente: BBVA

* Fecha en que se abandona la banda de flotación. En enero de 2000 se fijó la paridad del sucre con el dólar en 25.000 sucres/US \$

Aunque el año 2003 parece marcar el fin de la depresión argentina, desde una perspectiva de medio plazo la situación es incierta. La crisis de 2002 ha dejado muchos temas importantes pendientes, entre ellos:

-Compensar al sistema bancario por los descargos de la pesificación, a un tipo de cambio distinto de uno y con carácter asimétrico para el activo y el pasivo, así como por los recursos de amparo, que se tradujeron en fuertes desajustes de sus balances.

-Negociar con los acreedores internacionales en lo que respecta a la reestructuración de la deuda externa.

-Alcanzar un acuerdo duradero con el FMI que no se limite exclusivamente a postergar vencimientos con los organismos multilaterales (*roll - over* de deuda) .

-Consolidar y mejorar la obtención del superávit fiscal primario que actualmente descansa, fundamentalmente, en las retenciones sobre los ingresos por exportaciones, lo que desincentiva dichas exportaciones. Además, habrá que eliminar el impuesto sobre las transacciones financieras. Finalmente, hay que reformar la Ley de Coparticipación Federal de Impuestos, es decir, el mecanismo por el cual la nación transfiere recursos a las provincias.

-Negociar con las empresas de servicios públicos un ajuste en sus tarifas que quedaron congeladas tras la devaluación.

Si el gobierno y la sociedad argentina son capaces de llevar adelante las reformas estructurales pendientes, las perspectivas económicas de medio plazo son alentadoras. Estas reformas se pueden interpretar como una apuesta a favor de la economía de mercado y de la integración financiera internacional y comercial. De fracasar en estas reformas, el país puede entrar en una fase de bajo crecimiento por un largo periodo de tiempo.

Impacto sobre España: el contagio comercial

La economía española ha vivido un proceso de internacionalización acelerado en los últimos años. Así, el grado de apertura, medido como la suma de las exportaciones y las importaciones reales sobre el PIB, ha pasado de 33,0% en 1990 a 63,5% en 2002. Esta mayor apertura hace que la economía española sea ahora más sensible a las fluctuaciones de la evolución económica mundial. En principio, y dado este elevado grado de apertura, habría que tener en cuenta un potencial contagio comercial procedente de la crisis argentina. Sin embargo, el comercio español con Argentina es muy escaso, lo que reduce los potenciales efectos negativos derivados de unas menores exportaciones hacia el Cono Sur (6). Según datos de la Secretaría de Estado y Turismo, las exportaciones hacia Argentina representaban en el periodo 1995-98 alrededor del 1,2% del total de las exportaciones de bienes españoles. Pero a raíz de los 4 años de recesión, las exportaciones hacia Argentina se habían reducido drásticamente. Finalmente, con la devaluación de la divisa en 2002 éstas sólo representaban un 0,2% del total de nuestro comercio (7).

Una forma de medir el contagio comercial es mediante un análisis *ceteris paribus*. Se puede suponer que las exportaciones hacia Argentina hubieran mantenido el mismo nivel que en 1998 y reconstruir el perfil teórico que hubieran tenido las exportaciones totales si la crisis no hubiera tenido lugar (8). Una vez hecho esto, se asume que las demás partidas que suman el Producto Interno Bruto (PIB) no sufren ningún cambio (9) y se obtiene un PIB *corregido* de la crisis argentina. Esta forma de medir el contagio comercial es criticable, dado que se obvian todos los efectos indirectos (por ejemplo, de búsqueda de mercados alternativos al argentino) pero, por otro lugar, el cálculo queda minimizado por el hecho de suponer como *razonable* un crecimiento nulo de las exportaciones en una situación de ausencia de crisis. En cualquier caso, el enfoque permite hacer una evaluación cuantitativa del coste de la crisis argentina asociado al canal comercial.

Los resultados indican que el contagio comercial no ha sido despreciable. En el año 2002 el crecimiento de la economía española fue del 2,0%. Sin embargo, cuando se corrigen las exportaciones de la crisis argentina se comprueba que el crecimiento hubiera sido del 2,1%. En otras palabras, la crisis argentina restó una décima al crecimiento en 2002 solamente por el impacto comercial. Cuando se repite el análisis y se estudia el impacto acumulado desde 1998 hasta 2002 se encuentra que la crisis resta dos décimas de crecimiento. De esta forma, el crecimiento acumulado de la economía española entre 1998 y 2002 ha sido del 13,7% y cuando se excluye la crisis argentina éste alcanza el 13,9%. En resumen, la crisis argentina ha restado alrededor de dos décimas al producto español como consecuencia del contagio comercial, lo que equivale a 1,4 miles de millones de euros de 2002.

Impacto sobre España: el coste para las empresas instaladas en Argentina (10)

La crisis argentina ha tenido, sin duda, un coste para las empresas españolas con filiales en ese país. Sin embargo, dicho coste es difícil de medir. Según el artículo de Blázquez y Sebastián (2003) existen tres métodos alternativos para medir el efecto negativo que la crisis ha tenido sobre las empresas extranjeras.

El primer método es uno puramente económico. Toda crisis conlleva una caída de la retribución al capital. Ello se debe a que la recesión supone un entorno económico adverso que reduce el rendimiento de las inversiones. Además, esta caída es común a empresas nacionales y extranjeras. Así, la crisis argentina, como se menciona anteriormente, está caracterizada por una recesión de 4 años de duración con una caída acumulada del PIB de alrededor del 18%. Sin embargo, existe otro efecto negativo derivado de la crisis que afecta principalmente a las empresas de capital extranjero: la

depreciación severa del tipo de cambio real. Una empresa española que invierte en el extranjero valora los potenciales beneficios de dicha inversión en euros, no en la moneda local (en este caso, el peso). Por ello, la depreciación del peso argentino, que superó en algunos momentos el 70%, es un factor que afecta muy negativamente al valor de las inversiones extranjeras tanto en sus balances como en sus resultados. Cuando se estudia el impacto conjunto que la recesión y la devaluación han tenido sobre el valor económico de las inversiones extranjeras se llega a la conclusión de que éste se habría reducido alrededor del 71%.

Para evaluar las pérdidas de las empresas españolas es necesario saber cuándo invirtieron previamente. Según el Ministerio de Economía argentino, el *stock* de inversiones españolas en Argentina a diciembre de 2001 ascendía a 20 mil millones de dólares ⁽¹¹⁾. Por lo tanto, las pérdidas de las empresas españolas podrían llegar a 14 mil millones de dólares (15 mil millones de euros al tipo de cambio medio dólar/euro de 2002), lo que representa un 2,2% del PIB español. Esto no significa que el PIB español hubiera crecido un 2,2% más de no haber tenido lugar la crisis argentina. Este resultado hay que interpretarlo en términos de una menor riqueza o de un menor valor de nuestras empresas.

Una segunda forma de evaluar el coste de la crisis para las empresas españolas es mediante un enfoque contable. En el caso español, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) diseñó unas normas para recoger el coste de la devaluación argentina. También es cierto que estas normas determinan un mínimo, por lo que finalmente las pérdidas contables han podido ser mayores. Ello se debe a dos motivos: Primero, la devaluación estimada por el ICAC para evaluar las pérdidas era de un 40%, frente a una devaluación media observada en 2002 del 68 %.

Segundo, algunas empresas, más conservadoras, habrán recogido unas pérdidas mayores a las fijadas por el ICAC. Según este método contable las pérdidas de las empresas españolas con filiales en Argentina suman 9,6 miles de millones de euros, lo que representa un 1,4% del PIB español.

El tercer y último método está basado en la valoración bursátil de las empresas. Esta metodología compara el valor de mercado de las casas matrices con la evolución de sus correspondientes sectores europeos. Por ejemplo, se compara la evolución de la acción del Banco Santander Central Hispano con la del sector bancario europeo. La diferencia de comportamiento entre ambas variables se achaca a la crisis argentina. En el estudio de Blázquez y Sebastián (2003) se analiza el comportamiento de las empresas españolas con intereses en Argentina que cotizan en el IBEX-35. Según esta metodología el coste de la crisis argentina asciende a 6,2 miles de millones de euros, lo que representa un 0,9% del PIB español.

Como se menciona anteriormente, estas cifras no deben ser interpretadas en términos de crecimiento, sino de pérdida de riqueza. En otras palabras, la crisis argentina ha supuesto un *coste de tipo patrimonial* para las empresas españolas, es decir, han perdido valor.

Sin embargo, también existe un impacto sobre la evolución económica española. Los costes que han asumido las casas matrices y el impacto negativo bursátil han dejado a las empresas en peores condiciones para invertir, lo que, sin duda, podría haber afectado al crecimiento de nuestra economía. El problema es que no existe un modelo teórico bien definido y aplicable para evaluar el impacto que la peor situación patrimonial ha tenido sobre la inversión y, por tanto, sobre el crecimiento. Una aproximación prudente sería, por tanto, cualitativa. La crisis argentina ha afectado, vía inversión en equipo, a la economía española, pero no sabemos medir cuánto.

Sin embargo, es posible ofrecer una aproximación cuantitativa. Es un enfoque arriesgado y es necesario presentarlo con todas las cautelas posibles. Este enfoque consiste en hacer supuestos sobre qué parte del coste de la crisis se hubiera invertido en bienes de equipo si ésta no hubiera tenido lugar. Según el método contable ⁽¹²⁾ las empresas destinaron a pérdidas 9,6 miles de millones de euros que podrían haberse destinado, al menos en parte, a inversión. De forma arbitraria asumimos que sólo el 20% de dicha cifra (1,9 miles de millones) se hubieran destinado a inversión. Se evita suponer el 100% del coste para evitar sobrestimar el impacto sobre la inversión y el crecimiento. Así, la inversión nominal en equipo observada en 2002 fue de 72,1 miles de millones de euros. Para realizar nuestro ejercicio sumamos a dicha cifra 1,9 miles de millones de euros, que es la parte que no se invirtió debido a la crisis. Como resultado observamos que la inversión real en bienes de equipo hubiera crecido un 0,4%, frente a una caída observada en 2002 de 0,2 % ⁽¹³⁾. Dado este crecimiento de la inversión en equipo y dado todo lo demás constante, se obtiene que el PIB en 2002 hubiera crecido un 2,3%, en lugar de un 2,0%. En otras palabras, la crisis argentina vía efecto patrimonial de las empresas ha restado 3 décimas de crecimiento. Sin embargo, como se menciona anteriormente, esta cifra hay que tomarla con mucha cautela.

Impacto sobre España: la inmigración argentina

La virulencia de la crisis argentina ha tenido su reflejo social. En general, casi todos los índices de bienestar social se han deteriorado significativamente desde finales de 1998. Así, el salario real ha caído desde 1999 alrededor de un 16% en moneda local y un 67% en dólares. Por su parte, el desempleo se situó en octubre de 2002 en niveles del 18%, frente a un 12% en octubre de 1998. Finalmente, la proporción de hogares por debajo de la línea de la pobreza se sitúa en el Gran Buenos Aires en el 42%, frente al 18% de octubre de 1998. Este grave deterioro social, que además ha dado origen a un importante incremento de la inseguridad ciudadana, está provocando un proceso de fuerte emigración.

Según la Dirección Nacional de Migraciones de Argentina, alrededor de 250 mil personas ⁽¹⁴⁾ habrían salido del país desde el año 2000, siendo España e Italia los destinos favoritos para emigrar, por delante de Estados Unidos ⁽¹⁵⁾. Según esa misma estadística desde 1993 hasta 1999 habrían emigrado sólo 41 mil personas, lo que ofrece una idea del impacto demográfico asociado a la crisis en los últimos años. Dicha fuente estima que en 2001 y 2002 unos 60.000 argentinos habrían llegado a España con el objetivo de residir en este país ⁽¹⁶⁾. Por su parte, las estadísticas españolas de inmigración tampoco son precisas, ya que muchos argentinos o bien tienen pasaporte comunitario o bien entran como turistas. Esto hace difícil saber cuántos argentinos deciden ser residentes en nuestro país. A modo de ejemplo, sólo en 2002 llegaron a España con visado de turista 128.312 argentinos, según el Ministerio del Interior de España. Pero sólo regresaron a Argentina, al caducar dicho visado, 18.742, lo que sugiere que casi 110 mil argentinos se quedaron como residentes ilegales ⁽¹⁷⁾. Estas cifras ofrecen una idea de la dificultad que existe para precisar el flujo de argentinos que han llegado a España a consecuencia de la crisis.

La inmigración no debe ser considerada como un coste, sino como un beneficio para España. Los inmigrantes argentinos suponen mano relativamente cualificada que se integran en la sociedad española sin problemas. A pesar de la dificultad para conocer el número de argentinos llegados a España como consecuencia de la crisis y con objeto de evaluar cuantitativamente su impacto sobre la actividad española, se asume la cifra de 60.000 personas como la correcta, para evitar sesgar al alza los resultados. Si asumimos que esta fuerza de trabajo adicional se comporta como la media española, entonces el 11,4 % ⁽¹⁸⁾ de estos inmigrantes estaría en paro. Ello implica que 53,1 mil inmigrantes argentinos habrían encontrado trabajo en 2001 y 2002, lo que representa el 6% del total

del empleo creado según la EPA (Encuesta de Población Activa). Si finalmente se supone que la productividad de los inmigrantes argentinos coincide con la media española, éstos habrían aportado alrededor de 0,3 décimas al PIB de 2002 ⁽¹⁹⁾.

El impacto sobre España: los canales de contagio financiero

Este canal financiero es la fuente de contagio ⁽²⁰⁾más habitual entre las economías emergentes. Cuando se produce una crisis en una economía emergente tiene lugar un aumento de la desconfianza respecto del resto de economías emergentes. Esto es lo que se conoce habitualmente en los mercados financieros como *incremento de la aversión al riesgo* y da origen al *efecto rebaño* o la salida indiscriminada de todos los activos emitidos por países emergentes. Esta desconfianza origina un proceso de desinversiones que lleva aparejado un aumento generalizado de las primas de riesgo de las economías emergentes. Sin embargo, las economías desarrolladas se benefician del denominado *efecto refugio*, es decir, los capitales abandonan las economías emergentes y se dirigen hacia los activos seguros que ofrecen las economías desarrolladas. En el caso de España la situación no está clara y pueden tener lugar ambos efectos a la vez. Existen vínculos que justificarían algún contagio financiero entre los activos españoles y argentinos, ya que España tiene numerosos intereses económicos en ese país, pero también es cierto que España es una economía desarrollada y, por tanto, segura.

a) El spread soberano

Para estudiar el potencial contagio financiero analizamos en primer lugar el comportamiento del *spread* soberano argentino ⁽²¹⁾frente al *spread* soberano español ⁽²²⁾. Para ello nos centramos en el periodo comprendido entre octubre de 1997 y diciembre de 2001, es decir, hasta el momento en que tiene lugar el *default* de la deuda pública externa. Dividimos este horizonte en dos tipos de subperiodos: los tranquilos y los volátiles, ambos caracterizados por la evolución del *spread* argentino. De existir contagio financiero, la volatilidad financiera argentina debería reflejarse en una mayor volatilidad de la deuda pública española.

Los datos sugieren que no ha existido contagio de la crisis argentina hacia España por este canal. Durante la crisis rusa, que engloba el periodo agosto de 1998 a octubre de 1998 se observa un mínimo contagio. España, al igual que Argentina, sufre el nerviosismo de los mercados financieros y los *spreads* de ambos países se deterioran. De alguna forma España era considerada una economía *no completamente fiable* y sujeta, por tanto, a vaivenes propios de economías emergentes. Sin embargo, a partir de nuestra incorporación a la Unión Económica y Monetaria (UEM) la correlación entre ambos *spreads* prácticamente desaparece. Es más, durante el último periodo de volatilidad (marzo de 2001 a diciembre de 2001), que precedió al *default* argentino, surge una correlación negativa que sugiere la posibilidad de que los bonos españoles sean considerados por los mercados como *activos seguros*. Si esto es cierto, de ahora en adelante, y gracias al euro, las crisis en las economías emergentes, como la argentina, favorecen una mejor evolución relativa de los activos españoles. En otras palabras, las crisis financieras en las economías emergentes ya no tienen una repercusión negativa, si acaso positiva, sobre los bonos públicos españoles.

Cuadro 02. Contagio de 'spreads'

	Periodo	Spread medio (puntos básicos)		Correlación
		España	Argentina	
Tranquilo	octubre 97 - julio 98	27	461	0,20
Volátil	agosto 98 - octubre 98	40	776	0,65
Tranquilo	noviembre 98 - mayo 99	27	689	-0,29
Volátil	junio 99 - agosto 99	27	814	-0,17
Tranquilo	octubre 99 - febrero 01	26	665	0,58
Volátil	marzo 01 - diciembre 01	31	1.684	-0,72

Fuente: Elaboración propia

b) El coste directo del default externo

Otra fuente de contagio financiero está relacionada con la tenencia de bonos argentinos por los residentes en España. El *default* de deuda implica una caída en el precio de los bonos argentinos que reduce la riqueza financiera de sus tenedores. Según datos de Merrill Lynch, a diciembre de 2001, las gestoras españolas ⁽²³⁾poseían alrededor de 10 millones de dólares de bonos argentinos sobre un total de los 4.577 millones registrados, es decir, apenas un 0,2% del total.

Algo que llama la atención es que esta fuente sólo recoge un conjunto pequeño de bonos. La deuda pública argentina en manos de acreedores extranjeros privados asciende a 48,2 miles de millones de dólares, pero se desconoce en buena medida quienes son sus tenedores. Esta desinformación no es algo propio de Argentina, sino común a todas las economías que se financian mediante la emisión de bonos públicos. Por ello, los procesos de reestructuración de deuda son largos y costosos: los Gobiernos desconocen quiénes son sus contrapartes y es necesario un proceso de investigación para contactar con un grupo representativo de acreedores ⁽²⁴⁾. Dado que ésta es la única información disponible, podemos asumir que las gestoras españolas poseen un 0,2% del total de la deuda pública externa argentina en manos de acreedores privados, es decir, 96,4 millones de dólares.

Con estos datos podemos aproximar las pérdidas máximas de los tenedores de bonos argentinos en España. El bono del Gobierno argentino Global 2008 denominado en dólares, considerado como el *benchmark* ⁽²⁵⁾del mercado, ha tenido una cotización promedio durante 2002 de 24,4 frente a un valor nominal de 100. De forma simplificada, ello implica que el valor de los 96,4 millones de dólares es, en realidad, 23,5 millones de dólares. Así, la pérdida directa en 2002 para la economía española debido al *default* la podemos cifrar en 72,9 millones de dólares, es decir, 86,7 millones de euros evaluados al tipo de cambio medio de 2002. Como se puede observar esta cifra es muy reducida y el impacto por esta vía es muy pequeño.

La riqueza financiera invertida en renta fija en manos de las familias españolas se situaría en 2002 alrededor de los 561.122,3 millones de euros. Esto quiere decir que la pérdida directa por el *default* argentino sobre la riqueza en renta fija sería del 0,01%, es decir, despreciable.

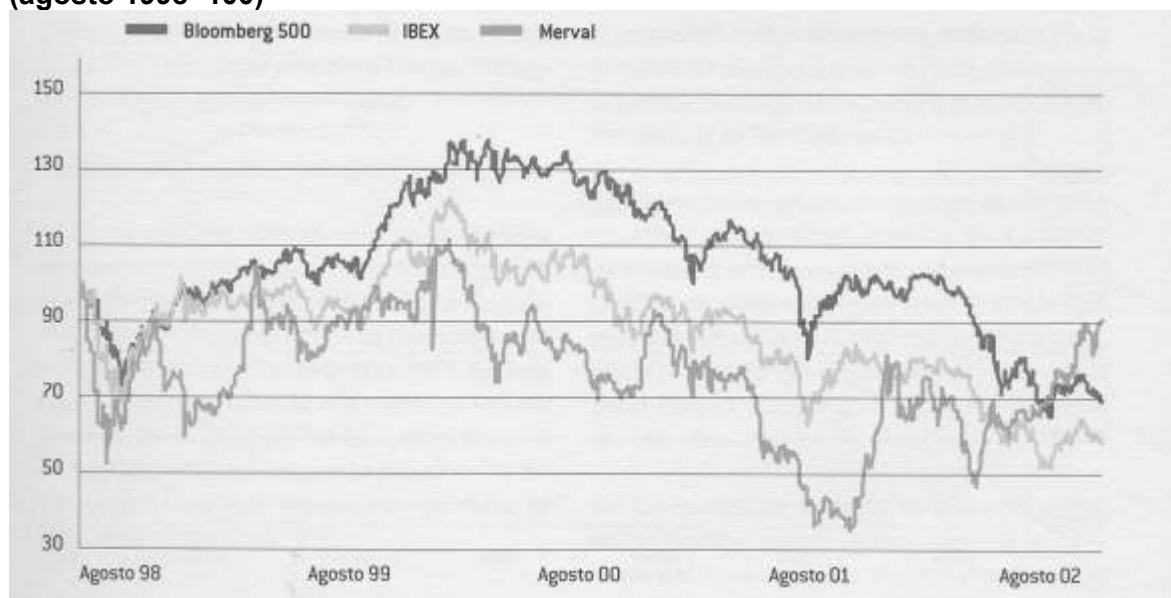
c) El contagio bursátil

La tercera y más importante fuente de contagio financiero está relacionada con el valor bursátil de las empresas españolas. Como se ha explicado anteriormente la presencia empresarial española en el país austral es importante. Lógicamente, las filiales de dichas empresas han sufrido el coste de la crisis, afectando negativamente las capitalizaciones de las casas matrices. Pero además, no se puede descartar que el resto de las acciones de las empresas españolas también se vieran negativamente afectadas, a pesar de no tener intereses en Argentina. Esto es lo que se considera contagio financiero (vía mercado bursátil). En otras palabras, se produce una crisis en una economía emergente (Argentina) y tiene lugar un aumento de la *aversión al riesgo* que lleva a los agentes

económicos a desinvertir de todos aquellos activos que no consideran como *seguros* (*bolsa española*).

En resumen, la bolsa española se vio doblemente afectada por la crisis argentina: por un lado, hay empresas españolas con filiales en Argentina. Por otro lado, las demás empresas se pudieron ver afectadas por un episodio de contagio financiero. En cualquier caso, el resultado fue una caída de la riqueza financiera de las familias españolas.

**Gráfico 02. Índice de bolsa
(agosto 1998=100)**



Una característica de la crisis argentina ha sido la lentitud con la que se ha producido. Desde la crisis rusa, que tuvo lugar en agosto de 1998, la economía argentina entró en un proceso de lento deterioro que desembocó con la crisis explosiva de 2002. Lógicamente, la bolsa de valores argentina había recogido dicho deterioro económico. Por otro lado, se puede observar que en ese período de tiempo la bolsa española (medida por el IBEX) parece haberse comportado de manera más próxima a la bolsa argentina (Merval) que la europea (índice Bloomberg 500) ⁽²⁶⁾.

Cuadro 03. Rentabilidad media anual

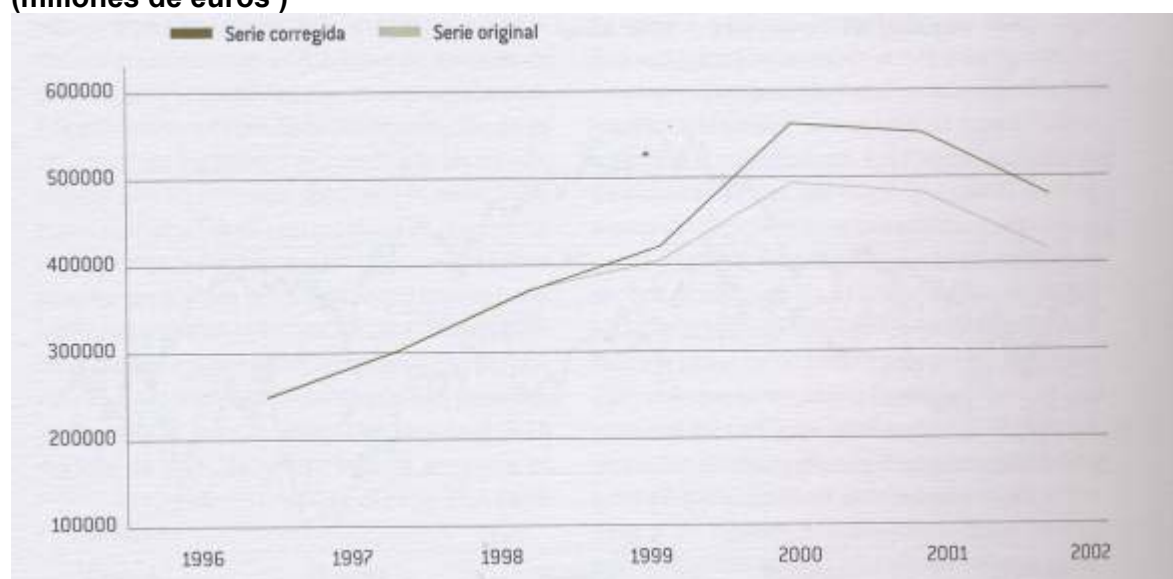
%	IBEX	Bloomberg 500	Merval
1999	9	15	-12
2000	9	23	3
2001	-19	-18	-27
2002	-21	-21	9

Fuente: elaboración propia

Una aproximación para medir el coste bursátil de la crisis argentina es asumir que, en ausencia de dicha crisis, la bolsa española se hubiera comportado como la Europea, medida por el índice Bloomberg 500. Este análisis puede ser considerado insatisfactorio por muchos motivos. El principal es que la economía europea y la española no se han comportado igual, lo que debería estar recogido en un diferente comportamiento de las bolsas. Sin embargo, este argumento, que es válido, apoya la idea de que ha existido algún tipo de contagio, ya que el desempeño económico español ha sido superior al del resto de Europa. Pero los índices bursátiles indican justamente lo contrario. A pesar de sus deficiencias, ésta es una posible forma de aproximarnos al problema del contagio bursátil. Si las empresas españolas no hubieran estado presentes en Argentina no sería

descartable que el comportamiento de la bolsa española hubiera sido más próximo que al de la europea.

Gráfico 03. Riqueza financiera variable (millones de euros)



Usando esta metodología es posible reconstruir la evolución teórica de la riqueza financiera variable española ⁽²⁷⁾. La serie de riqueza financiera variable *corregida* de la crisis argentina se obtiene suponiendo que la cotización de la bolsa española se hubiera comportado como la europea. Como puede observarse existe un *escalón permanente* entre la serie de riqueza original y la *corregida*, que recogería un comportamiento de la bolsa española similar a la europea.

Esta menor riqueza financiera variable sobre la economía española tiene un impacto económico susceptible de medición. El mecanismo es el siguiente: la crisis argentina hace caer la valoración bursátil de las empresas españolas y eso afecta negativamente a la riqueza de las familias. Éstas, a su vez, reducen su consumo, afectando al crecimiento económico. Para medir este efecto usamos una función de consumo de largo plazo estimada por Balmaseda y Tello (2002). Según dicha ecuación el consumo depende positivamente de la renta disponible, de la riqueza financiera y del *stock* de viviendas. Para evaluar el coste de la crisis argentina respecto de este punto realizamos un análisis *ceteri paribus* donde reemplazamos la riqueza financiera observada con la llamada "corregida" que hemos calculado previamente.

Cuadro 04. Función de consumo privado

Variable dependiente: consumo privado	Coefficiente	"t" estadístico
Constante	2,19	3,88
Renta disponible	0,50	4,51
Riqueza		
en renta variable	0,05	8,04
en renta fija	0,11	2,73
inmobiliaria	0,10	5,49
<i>Fuente: Balmaseda y Tello (2002)</i>		

Así, la riqueza financiera en renta variable habría caído por el impacto negativo de la crisis argentina alrededor de un 20%. Dada la elasticidad del consumo privado respecto de la riqueza financiera, éste se habría reducido alrededor del 1,0% ⁽²⁸⁾. Por otra parte, el

consumo privado representa en España alrededor de un 58,4% del PIB. En otras palabras, si asumimos constantes los demás componentes del PIB, podemos estimar una caída del producto de alrededor de 0,6 puntos.

Conclusiones

La crisis argentina ha sido un episodio excepcional, tanto por su duración (4 años) como por su intensidad (una caída acumulada del PIB del 18%). Además, la crisis argentina no ha sido un episodio sin efectos colaterales. Una de las economías potencialmente más expuestas a dicha crisis ha sido la española, debido a la masiva presencia de nuestras empresas en Argentina. A pesar de que los vínculos económicos y empresariales entre España y Argentina son evidentes, se han desarrollado pocos estudios destinados a medir el coste que la crisis argentina ha tenido sobre nuestra economía. Este trabajo trata de llenar ese hueco.

Los potenciales canales de contagio son muchos y de distinta naturaleza. Además, en la mayoría de los casos se trata de canales cuyos efectos son difíciles de medir cuantitativamente. Sin embargo, en este trabajo se hace un esfuerzo por cuantificar el impacto que la crisis argentina ha tenido sobre España, aunque las cifras deben ser leídas con cautela.

Así, los canales de contagio, no todos negativos, que se identifican son seis (tres reales y tres financieros): el canal comercial, el canal empresarial, la inmigración y el contagio financiero (mercados de bonos, coste directo del *default*, mercado bursátil). Estos canales se resumen en el cuadro siguiente.

Cuadro 05. Resumen de efectos

Efecto acumulado sobre el PIB 1998-2002 (%)

Canal comercial	-0,2
Contagio financiero	
Mercado de bonos	+0,0
Coste del <i>default</i>	-0,0
Mercado bursátil	-0,6
Inmigración	+0,3
Canal empresarial	-0,3
Total	-0,8

Fuente: elaboración propia

En este trabajo se concluye que la crisis argentina ha podido restar a la economía española 0,8 puntos de crecimiento repartidos a lo largo del periodo 1999-2002. La economía española ha crecido en términos reales un 13,7% entre 1998 y 2002. Según nuestros cálculos, de no haber tenido lugar la crisis argentina, el crecimiento acumulado hubiera sido del 14,5 %.

Es posible concluir el trabajo mediante un último ejercicio *ceteris paribus*. El PIB español nominal en 2002 fue de 693,9 miles de millones de euros. Si corregimos esta cifra del efecto negativo de la crisis argentina, el PIB nominal en 2002 pasaría a ser 699,5 miles de millones de euros. En otras palabras, el coste de la crisis argentina para la economía española se puede cifrar en 5,6 miles de millones de euros de 2002.

Jorge Blázquez Servicio de Estudios, BBVA

Miguel Sebastián Profesor Titular de Economía Cuantitativa, Universidad Complutense de Madrid

Notas:

⁽¹⁾Agradecemos la ayuda prestada y los comentarios recibidos de Manuel Balmaseda, Julián Cubero y Luciana Taft en la elaboración de este artículo. Los resultados y conclusiones de este trabajo son de exclusiva responsabilidad de los autores y no necesariamente se corresponden con las del BBVA o la Universidad Complutense de Madrid.

⁽²⁾La internacionalización de la economía española ha sido relativamente rápida. De hecho, hay trabajos recientes que la analizan en detalle (en particular, véase Chislett (2002)).

⁽³⁾ Véase Chislett (2003).

⁽⁴⁾Merece la pena resaltar un reciente estudio de Dages y García-Herrero (2003) acerca del impacto de la crisis sobre el sistema financiero argentino. Este estudio evalúa el coste de dicha crisis y destaca que los bancos extranjeros asumieron buena parte de los costes.

⁽⁵⁾Las críticas recibidas por la emisión de 'cuasi-dinero', medio de pago en forma de bonos emitidos por buena parte de los Gobiernos provinciales y el Gobierno central (por ejemplo, los 'patacones' de la provincia de Buenos Aires, los 'lecop' del Gobierno central), son injustificadas. Los 'patacones' y demás cuasi-monedas representaban un 34% de la base monetaria, pero la economía tenía la cadena de pagos totalmente rota por la falta de liquidez (salida de capitales, corralito y corralón) y por la ausencia de multiplicador monetario.

⁽⁶⁾Madrazo (2003) lleva a cabo un exhaustivo estudio del comercio entre España y Argentina. Además, este trabajo hace un análisis de impacto sectorial de la devaluación del peso hasta julio de 2002.

⁽⁷⁾Esta forma de medir el impacto comercial puede conllevar endogeneidad, dado que el valor de las exportaciones hacia Argentina se reduce debido a la devaluación.

⁽⁸⁾Dado que los datos de Contabilidad Nacional no ofrecen una desagregación por país, se hace la siguiente simplificación: el ratio de exportaciones hacia Argentina sobre el total de exportaciones, según datos de Aduanas, es el mismo que para Contabilidad Nacional.

⁽⁹⁾En otras palabras, el consumo privado y público, la formación bruta de capital fijo, las importaciones y la variación de existencias se asumen constantes y sólo se modifica el perfil de las exportaciones.

⁽⁹⁾En esta sección seguimos el trabajo de Blázquez y Sebastián (2003).

⁽¹⁰⁾Por su parte, la CEPAL cifra la inversión española acumulada entre 1992 y 2001 en 26,3 miles de millones de dólares.

⁽¹¹⁾Utilizamos este método de valorar el coste de la crisis sobre las empresas porque nos parece el más adecuado para nuestro ejercicio.

⁽¹²⁾Para llevar a cabo el ejercicio se asume que el deflactor de la inversión en equipo permanece constante.

⁽¹³⁾ Las cifras son aproximadas, ya que la Dirección Nacional de Migraciones de Argentina estima el flujo migratorio como la diferencia entre salidas de argentinos del país menos las entradas.

⁽¹⁴⁾Estados Unidos exige visado, mientras que España e Italia no lo hacen.

⁽¹⁵⁾ Este dato es también una estimación, porque no hay datos fiables.

⁽¹⁶⁾ A modo de información: la cifra de residentes argentinos legales en España en 2001 era de 20.410 según la Dirección General de la Policía del Ministerio del Interior. (18)Media de 2002.

⁽¹⁷⁾ Probablemente la estimación esté sesgada a la baja, por ser, en términos generales, la inmigración argentina de elevada cualificación.

⁽¹⁸⁾ Se puede encontrar un resumen de las teorías económicas que explican los procesos de contagio financiero en Blázquez y Sebastián (2002).

⁽¹⁹⁾Este 'spread' está construido como la diferencia de rentabilidad de un bono del Estado argentino en dólares frente a otro de similar duración del Tesoro de los Estados Unidos.

(22) Este 'spread' está construido como la diferencia de rentabilidad de un bono del Estado español a 10 años en euros frente a otro de similar duración del Estado alemán.

(23) Algunas empresas españolas tenían bonos públicos argentinos. Pero el coste del 'default' está recogido en la sección 5 titulada 'Impacto sobre España: el coste para las empresas'.

(20) A modo de ejemplo, la empresa Lazard Frères, que ha sido la firma seleccionada por el Gobierno argentino para llevar a cabo el proceso para la reestructuración de la deuda pública en manos de acreedores externos, ha comenzado el trabajo construyendo una base de datos con la información sobre los tenedores de bonos argentinos.

(21) Sería el bono argentino internacional más representativo.

(22) Este índice incluye las 500 mayores empresas europeas por capitalización bursátil.

(23) Esta variable está definida como la capitalización bursátil española más el resto de renta variable en manos de gestoras. Por simplificar, se asume que la riqueza financiera se mueve como la capitalización bursátil.

(24) Esta es una elasticidad de largo plazo, por lo que los efectos sobre la actividad no son inmediatos y abarcan un número prolongado de años. Sin embargo, dado que la diferente evolución de la bolsa española y la europea tuvo lugar en 1999 y 2000, se asume que todos los efectos tienen lugar entre 1999 y 2002.

Bibliografía:

Balmaseda, M. y Tello, P., (2002): "¿Han cambiado los Determinantes del Consumo Privado en España?", *Situación España BBVA*, julio, pp.33-39.

BBVA, (2003): *Informe Anual*, de próxima aparición.

Blázquez, J. y Sebastián, M., (2002): "La Nueva Arquitectura Financiera Internacional y el Papel del Sector Privado: Un Análisis desde la Perspectiva de los Países Latinoamericanos", *libro Ensayos sobre Colombia y América Latina*, pp. 399-416.

Blázquez, J. y Sebastián, M., (2003): "El Papel de la Inversión Extranjera Directa en la Resolución de las Crisis de Deuda Externa: el Private Sector Direct Involvement (PSDI)", *Moneda y Crédito*, nº 216, pp. 251-285.

CESLA, (2002): "Efectos de la Crisis Argentina en la Empresa Española", *Centro de Estudios Latinoamericanos*, Universidad Autónoma de Madrid.

Chislett, W., (2002): *The Internationalisation of the Spanish Economy*, libro editado por el *Real Instituto Elcano*.

Chislett, W., (2003): *Spanish Direct Investment in Latin America: Challenges and Opportunities*, libro editado por el *Real Instituto Elcano*.

Dages, B. y García-Herrero, A., (2003): *A Review of the Argentine Financial Crisis*, manuscrito preparado para *CGFS Financial FDI Work Group*.

FUCAES, (2002): *Las Inversiones Españolas en la Argentina*, informe de la *Fundación Cámara Española de Comercio de la República Argentina*.

Madrazo, R., (2003): *El impacto Comercial de la Crisis Argentina en la Unión Europea y España*, *Boletín Económico de Información Comercial Española (ICE)*, nº 2752, pp. 23-34.