

# Tregua financiera y perspectivas futuras

Informe Mensual Septiembre

Miércoles 30 de septiembre de 2009

**labourcapitalgrowth**

Castañeda 1873 – Oficina 17  
(5411) 4787-2326  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

## Editorial

La economía mundial parece haber encontrado su piso en el segundo trimestre. Al compás de la percepción generalizada de que lo peor de la crisis, en términos de nivel de actividad, quedó atrás; los mercados financieros vienen mostrando un *rally* alcista de las cotizaciones luego del piso de marzo pasado.

Si bien se mantienen dudas estructurales con respecto a la vigorosidad de la recuperación de la actividad de la economía mundial en 2010, lo cierto es que un contexto internacional más favorable resulta una excelente noticia para la economía argentina. De hecho, los rendimientos de los títulos públicos argentinos experimentaron una fuerte caída que posibilitó recuperar el terreno perdido con los ruidos domésticos (estabilización AFJPs, adelanto electoral). Así y todo, todavía se encuentran claramente por encima de los bonos brasileños.

Como consecuencia de la depreciación mundial del dólar y el fortalecimiento del real en Brasil, la expectativa de devaluación del peso disminuyó sensiblemente y moderó la dolarización de portafolios en agosto. Este mejor clima financiero no tiene correlato en el nivel de actividad. Si bien la economía argentina también parece haber encontrado su piso, la evidencia de los indicadores de actividad es mixta (excepto algunos sectores puntuales que se beneficiaron del mejor clima externo, como por ejemplo el automotriz). En nuestra opinión, sin un cambio significativo en el clima de negocios la Argentina mostrará, a diferencia de los principales países latinoamericanos, un crecimiento anémico en 2010.

Los principales desafíos de la economía para el año próximo se centran en la cuestión fiscal (un Gobierno Nacional escaso de recursos que deberá afrontar reclamos crecientes de las provincias por una distribución más justa de los recursos), la inflacionaria (debido a la utilización del BCRA como auxilio

del Tesoro) y la conflictividad social (especialmente en un contexto de letargo de la actividad económica). No obstante, en el último tiempo la discusión política se encuentra monopolizada por el tratamiento en el Senado de la nueva Ley de Radiodifusión, con la cual el Gobierno cree que se juega buena parte de sus chances de seguir siendo una alternativa de poder de cara a las presidenciales de 2011. Luego del sorpresivo paseo en Diputados (donde se conjugaron virtudes propias como errores de la oposición), el trámite está resultando más complejo en el caso de la cámara alta.

Así y todo, la oposición (tanto la interna del PJ como la externa) parece ser la principal fuente de fortalecimiento del kirchnerismo. Hacia dentro del PJ, Reutemann sigue envuelto en sus dudas y salió con magullones de las elecciones de Santa Fe, Scioli decidió preservarse en el ámbito bonaerense y los gobernadores que revalidaron títulos en las últimas elecciones acallaron sus críticas. Por el lado de la oposición el panorama es aún más complejo, ya que el apoyo en general del socialismo al Proyecto de Ley de Radiodifusión generó ruido en sus socios y la habitual intransigencia de Carrió amenaza con hacer explotar por el aire todo lo conseguido en junio con el Acuerdo Cívico y Social.

Este contexto facilita al kirchnerismo el aglutinamiento en torno a su núcleo de votantes, estimado entre en 25%-30%. Así se explica no sólo las batallas emblemáticas que el Gobierno elige dar actualmente sino también las que vendrán. Las tensiones asociadas que las mismas generan no contribuirán ciertamente a mejorar el clima de negocios, por lo que prevemos una letanía económica duradera.

## Encontrando el piso

A un año de la quiebra de Lehman Brothers, **la crisis mundial parece haber encontrado finalmente su piso**. La agresiva respuesta de política económica implementada por las autoridades empieza a mostrar sus frutos. Ante un comportamiento económico inicial global que se asemeja al de comienzos de Gran Crisis (en caída del PBI, de la producción industrial, de índices bursátiles y comercio exterior), **las autoridades inundaron los mercados con abundante liquidez y cuantiosos paquetes de estímulo fiscal**, en una magnitud muy superior a la de 1929, lo que ha resultado en una reacción radicalmente diferente de la economía mundial.

Si bien la evidencia dista de ser concluyente, se observan indicios de que, lo peor de la crisis ha quedado atrás. Por ejemplo, a partir del 2T-09 la economía de Estados Unidos comenzó a mostrar de signos de reanimación. Mientras que en el 1T-09 el PBI cayó un 1,6% contra el trimestre anterior en términos desestacionalizados (t/t), en el siguiente trimestre el ritmo de caída se redujo a sólo 0,2% (t/t). Este resultado agregado fue consecuencia de la política fiscal expansiva implementada, ya que el principal motor de la demanda fue el Sector Público (+1,6% t/t). Tanto la inversión como el consumo del sector privado siguieron mostrando variaciones fuertemente negativas (inversión -6,5% t/t y consumo -0,2% t/t).

Otros indicadores más actualizados de la actividad privada norteamericana comenzaron a mostrar algunas mejoras desde el piso alcanzado en marzo. Incluso, durante esta semana **se corrigió al alza el crecimiento del PBI del 2T-09** (el dato anterior era de una caída de 0,3% t/t). Como era de esperar por una cuestión estadística, **la recuperación más visible se dio en aquellos sectores más golpeados por la crisis: autos y viviendas**. Las ventas de automóvi-

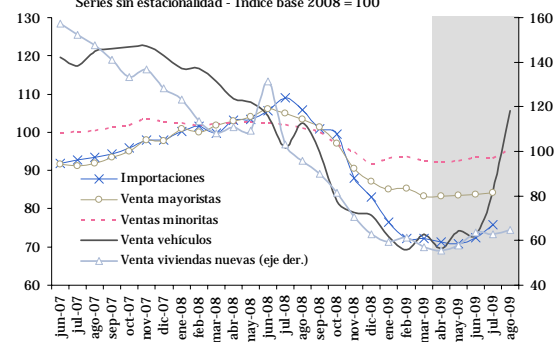
### EEUU: componentes PBI

	Var. % trimestral desest.		Var. % anual	
	1T-09	2T-09	1T-09	2T-09
<b>PBI</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>-3,8%</b>
Consumo privado	0,2%	-0,2%	-1,5%	-1,7%
Inversión	-16,1%	-6,5%	-25,2%	-28,1%
Expo	-8,5%	-1,1%	-11,6%	-15,0%
Impo	-10,7%	-3,9%	-16,2%	-18,5%
Gobierno	-0,7%	1,6%	1,7%	2,5%

Fuente: LCG en base a Bea

### EEUU: INDICADORES DE ACTIVIDAD

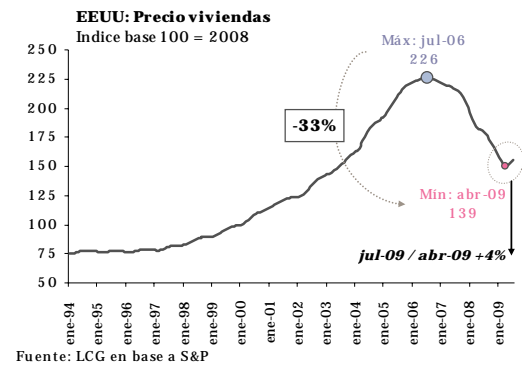
Series sin estacionalidad - Índice base 2008 = 100



Fuente: LCG en base a BEA y Bloomberg

les se recuperaron fuertemente a partir de julio, y ya se encuentran un 50% por encima del mínimo alcanzado también en marzo de este año.

En el caso de las viviendas, tanto las cantidades vendidas como los precios mostraron una mejora alentadora. La venta de nuevas viviendas creció en agosto un 14% en relación al mínimo de marzo, y los precios repuntaron 4% con respecto al piso de abril (-33% en relación al pico de la serie en mediados de 2006). Si bien en la comparación histórica la recuperación apenas se observa, resulta una muy buena señal de que los precios de las viviendas hayan encontrado el piso.



A su vez, **el resto del mundo desarrollado también comienza a mostrar señales de haber tocado fondo en el 2T-09.** Francia y Alemania tuvieron un leve crecimiento contra el trimestre anterior y el resto de los países desarrollados mostró una evidente desaceleración del ritmo de caída (con la única excepción de España). Naturalmente, esta incipiente recuperación cuando se analiza en términos desestacionalizados desde el piso de la crisis no oculta la impactante magnitud de la caída cuando se realiza la comparación interanual.

### Actividad económica mundial

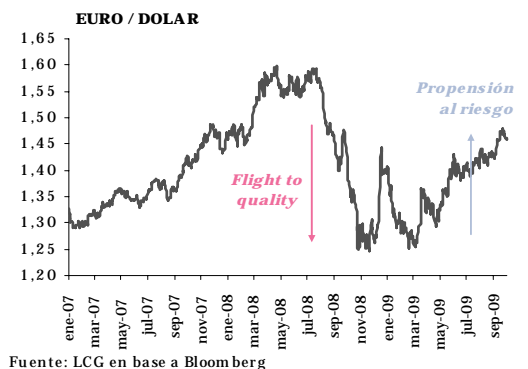
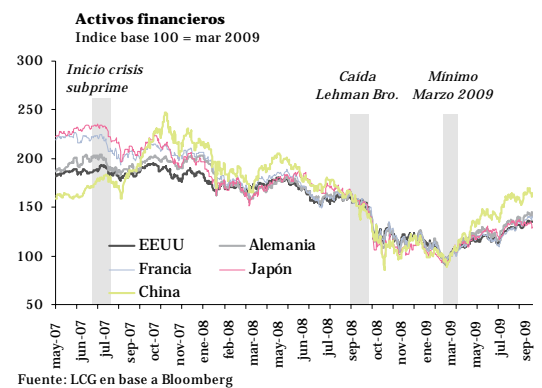
	PBI desestacionalizado			Último dato disponible			
	1T 09 (desest.)	2T 09 (desest.)	2010 (est)	PBI	Prod. Indust.	Importaciones	Desempleo
	t/t	t/t	a/a	Var. % ia.			%
EEUU	-1,6%	-0,2%	3,0%	-3,9%	-10,7%	-30,4%	9,7%
Canadá	-1,7%	-0,9%	2,5%	-3,6%	-6,9%	-19,6%	8,7%
China	-0,7%	1,8%	9,6%	7,9%	12,3%	-17,1%	4,3%
Japón	-3,3%	0,6%	1,7%	-7,2%	-22,7%	-40,8%	5,7%
Francia	-1,3%	0,3%	1,3%	-2,6%	-13,0%	-20,4%	9,1%
Alemania	-3,5%	0,3%	2,4%	-5,9%	-16,9%	-22,3%	8,3%
Italia	-2,7%	-0,5%	1,2%	-6,0%	-18,2%	-21,3%	7,3%
España	-1,6%	-1,1%	-0,2%	-4,2%	-16,7%	-29,0%	17,9%
R. Unido	-2,4%	-0,7%	1,2%	-5,5%	-9,3%	-13,3%	7,9%

Fuente: LCG en base a Bloomberg

En el corto plazo, además de ponerle un piso al derrumbe de la actividad económica, **la hiper-abundante liquidez inyectada por las autoridades generó un impactante rally alcista en los mercados financieros.** La recuperación de las cotizaciones iniciada en abril tomó mayor impulso en los últimos meses como consecuencia de la publicación de indicadores que muestran la incipiente recuperación del nivel de actividad que comentábamos anteriormente.

Comparando con los valores mínimos alcanzados en marzo, el *Dow Jones* subió 49%, los índices bursátiles europeos un promedio de 60% y el *Nikkei* japonés 43%. Mientras que la bolsa china (*Shanghai*) sobresalió con un incremento del 85%. Si bien esta mini euforia permitió recuperar el terreno perdido por los índices bursátiles luego de la quiebra de Lehman Brothers, todavía se encuentran, en promedio, un 30% por debajo de los valores previos al inicio de la crisis *subprime* (jul-07).

Cómo suele ocurrir en estos episodios, la mejor perspectiva de la economía mundial para el año próximo incentivó el apetito por el riesgo de los inversores, quienes tomaron posiciones en acciones o títulos de deuda pública de países emergentes. El reflejo del crecimiento de los índices bursátiles es la pérdida de valor que ha sufrido el dólar, que desde marzo pasado se depreció un 12% con respecto al Euro.



## Pasó lo peor, ¿pasó todo?

Pese a la impactante mejora de los índices bursátiles y a la percepción generalizada de que se ha encontrado el piso de la crisis, lo cierto es que se mantienen dudas estructurales con respecto al futuro. Esto se debe a que **buena parte de los riesgos y los desequilibrios que desencadenaron la crisis siguen estando presentes, lo que abre un signo**

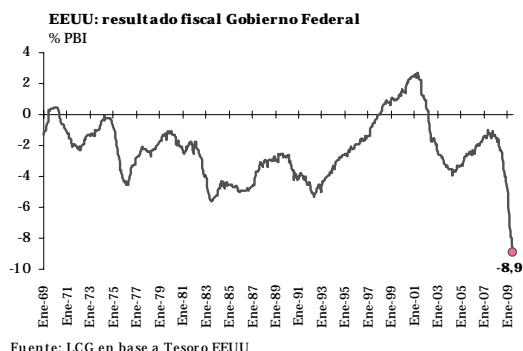
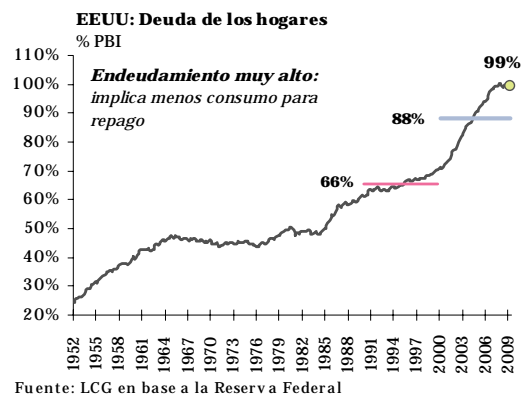
de interrogación con respecto a la vigorosidad del rebote de la economía mundial en 2010 y más allá.

En primer lugar, se requiere un mayor desapalancamiento de la economía norteamericana, que afectará el sendero potencial de crecimiento del consumo privado. En la fase de auge, el incremento de los precios de los activos tiende a generar una sobreestimación de los ingresos futuros que incentiva el crecimiento del gasto. Cuando la burbuja se desinfla, el sector privado encuentra que se sobreendeudó en la etapa de bonanza y debe ajustar su tasa de ahorro y su estructura de pasivos a la verdadera capacidad de repago que el nuevo contexto de precios puso de relieve.

Actualmente, la deuda de las familias en términos del producto continúa estando en niveles estratosféricos (100% del PBI). Es por ello que los años venideros traerán aparejados un lento retorno del crédito, acotando el potencial de crecimiento del consumo del sector privado. Asimismo, es probable que la implementación de nueva regulación tendiente a reencauzar el negocio bancario acentúe este efecto.

En segundo lugar, los riesgos pasan por la sostenibilidad de la deuda pública y los déficit fiscales de los Gobiernos. Como mencionamos, la actividad económica se logró reencauzar gracias a los cuantiosos paquetes de estímulo implementados por los Gobiernos. Pero los rescates no reducen el apalancamiento sino que trasladan el riesgo subyacente al sector público. Estos paquetes fueron en la mayor parte financiados con emisión monetaria. Los bancos centrales redujeron su tasa de interés a niveles cercanos a 0%.

En el caso particular de EEUU, la Reserva Federal duplicó la base monetaria en los últimos 12 meses (en dólares como % del PBI) lo que le permitió financiar al Tesoro el incremento del déficit fiscal (que se triplicó en el último año). Con lo cual, si no se corrige vía incremento del ahorro pri-



**vado y/o público, la combinación de una política fiscal y monetaria expansiva conllevará a una crisis fiscal con el riesgo latente de una aceleración de la tasa de inflación.** La respuesta de cómo hacerlo se tiene: reducir el gasto, incrementar impuestos, subir la tasa de interés, etc. Pero la gran pregunta es, ¿cuándo?

La mayoría de las economías están empezando a mostrar leves signos de recuperación o al menos han dejado de caer, con lo cual **desarmar los paquetes de estímulo prematuramente puede abortar esta incipiente recuperación. Pero también puede suceder que la salida se produzca demasiado tarde y la corrección del exceso del endeudamiento público y el deterioro fiscal sea muy difícil de corregir.** La secuencia en este caso será que el mercado de bonos se saturará porque se tendrá que seguir financiando el déficit vía aumento de deuda, subirá el rendimiento de los títulos, la inflación tendrá que hacer el trabajo de erosionar el nivel de la deuda, derivando en un proceso de inflación con bajo crecimiento. De un correcto *timing* en la gestión de la política económica dependerá en buena medida el tipo y la sostenibilidad de la recuperación de la economía mundial en los años venideros.

## Latinoamérica retoma el crecimiento

**La crisis financiera internacional fue una tormenta perfecta para las economías latinoamericanas.** En primer lugar, sufrieron una fuerte reversión en el flujo de capitales que se fueron a activos más seguros. En segundo lugar, tuvieron que enfrentar una fuerte caída en el precio de los *commodities* que se potenció con el derrumbe del comercio internacional.



Sin embargo, a diferencia del pasado, la crisis encontró a los países de LATAM en una situación de fortaleza macro relativa que se fue construyendo en la fase de expansiva del ciclo. Esta solidez se debió tanto a la **bonanza externa** (crecimiento sostenido de la demanda mundial, precios de los *commodities* por las nubes, liquidez internacional) como a **virtudes domésticas** (una política económica que aprendió de los errores del pasado, incluyendo solvencia fiscal, flexibilidad cambiaria, acumulación de reservas, prudencia en la fase expansiva del ciclo, combate a la inflación, etc.).

Esto le permitió capear razonablemente bien el vendaval externo, sin repetir los traumas del pasado (colapso de la actividad económica, cimbronazos cambiarios, crisis fiscales, corridas bancarias, etc). Es interesante destacar que esta fortaleza se puede encontrar tanto en países con gobiernos de tinte progresista (Brasil, Chile, Uruguay, Perú) como conservador (México, Colombia).

De cara al 2010, se espera que la región retome el sendero del crecimiento económico. En el caso de Brasil, la economía ya mostró en el 2T-09 un crecimiento del 1,9% t/t (con una buena *performance* del consumo privado), y cerrará el año con una variación apenas negativa. El aspecto esencial que explica esta evolución se centra en el adecuado manejo de la política económica contracíclica, especialmente con la priorización del control de la inflación en la fase expansiva del ciclo y las agresivas políticas expansivas (monetaria y fiscal) una vez desatada la crisis. Las perspectivas de rebote de la economía (se estima un crecimiento del 4% en 2010) posibilitaron el reingreso de flujos de capitales desde el exterior, lo que se tradujo en un marcado proceso de apreciación de la moneda doméstica.

En el caso mexicano, la economía sufrió la peor combinación de factores posible en 2009. Por su cercanía y amplia vinculación comercial con los EE.UU. (destino de más del 80% de las exportaciones mexicanas), sufrió más que otras economías

#### LATAM - Principales indicadores macro

	80's	90's	2000's
Inflación (IPC var % ia)	163,6	87,6	9,0
Rdo. Fiscal (% PBI)	-4,4	-1,9	-1,5
Cuenta corriente (% PBI)	-2,3	-2,5	-0,1
Apertura comercial (X + M % PBI)	25,2	30,5	44,6
Deuda externa (% PBI)	47	35	32
Deuda externa (% Reservas int.)	798	472	308

Fuente: LCG en base a Cepal

as latinoamericanas la crisis financiera. El impacto de la Gripe A profundizó la caída del PBI en el primer semestre; a la vez que la caída del precio internacional del petróleo y la menor producción doméstica puso presión en el frente fiscal debido a la alta dependencia de los ingresos asociados al petróleo. El PBI se derrumbó en el 2T-09 -10,3% (la mayor caída desde el Tequila) y se estima una caída del -7% en 2009.

No obstante, ya se observan signos de que lo peor de la crisis ha quedado atrás. Las exportaciones de julio mostraron un crecimiento del 20% con respecto al piso de principios de año; se produjo una brusca desaceleración del ritmo de caída de la producción industrial y se espera un leve crecimiento del PBI en el 3T-09 contra el trimestre anterior. Luego del desplome de la moneda doméstica, el tipo de cambio acumuló una apreciación del 15% con respecto al piso de marzo pasado. La recuperación de la economía norteamericana significará un impulso central para México, estimándose un crecimiento apenas inferior al 4% para el 2010.

## Sin signos de rebote

El veranito financiero mundial trajo alivio a la economía argentina. En primer lugar, la sensación generalizada de que lo peor de la crisis internacional ha quedado atrás se tradujo en una depreciación mundial del dólar. En segundo lugar, las mejores perspectivas de la economía brasileña posibilitaron una apreciación del real brasileño, lo que quitó presión a una mayor depreciación del peso con motivos vinculados a la competitividad de la economía. Y por último, el mayor apetito por riesgo posibilitó un notable *rally* de las cotizaciones de los títulos públicos argentinos.

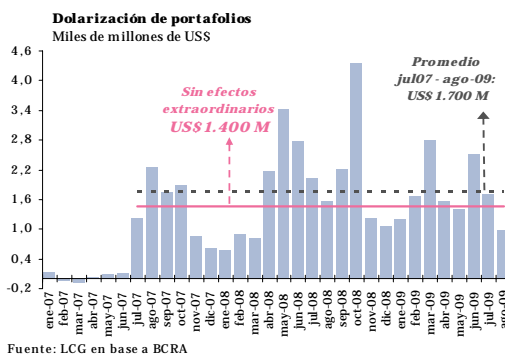
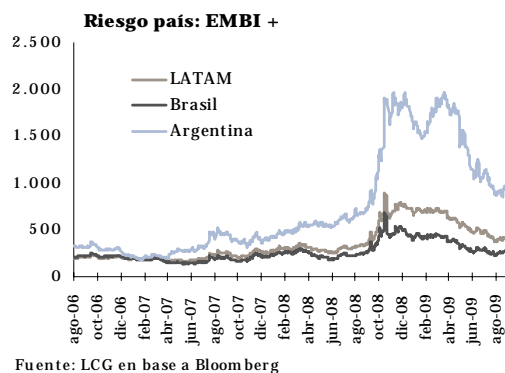
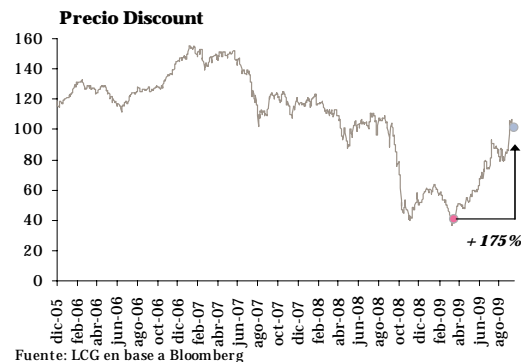
¿Esto se debió a un cambio de percepción del mundo con respecto a la economía argentina o fue el resultado de un

proceso de subas generalizado? En primer lugar, es importante tener presente que en marzo pasado el rendimiento de los bonos argentinos se ubicaban en torno al 50% dejando un margen más que significativo de recuperación. Como se observa en el gráfico, el riesgo país argentino comenzó a diverger del resto de los países latinoamericanos en ocasión de la intervención del INDEC (en aquel momento, el *spread* de los títulos argentino con respecto a los bonos del Tesoro americano era similar al brasileño). Los sucesivos ruidos domésticos de la economía argentina (interminable conflicto agropecuario, estatización AFJPs, adelanto eleccionario, etc) fueron ensanchando todavía más la brecha, hasta alcanzar su máximo en marzo.

La rápida caída del *spread* argentino posibilitó la recuperación del terreno perdido reiniciado con la estatización de las AFJPs (actualmente se encuentra en los mismos niveles que en los días previos a la quiebra de Lehman Brothers). Sin embargo, el mercado aún sigue “castigando” a la Argentina. La brecha entre Argentina y Brasil (y el resto de Latinoamérica) es de 500 pb.

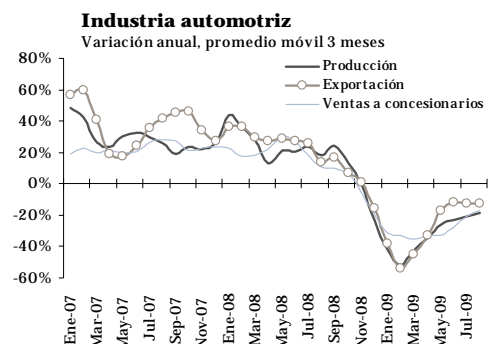
Por supuesto, el mejor clima financiero ayudó a aquietar la salida de capitales. En el mismo sentido cayó como anillo al dedo la efectivización por parte del Gobierno del pago del Boden 2012. Justamente en agosto, después de 8 meses la dolarización habría logrado perforar el piso de los US\$ 1.000 M mensuales. Esta menor dolarización se reflejó en los depósitos privados en pesos a plazo, que crecieron un 4% mensual.

De todas maneras, este mejor clima financiero no parece tener correlato todavía en el nivel de actividad. La economía acumula una caída del 4,1% en los primeros ocho meses del año, que se profundiza al 9% para la actividad industrial para igual período. En todo caso, la economía argentina parece haber encontrado su piso de caída. Si bien esto no es poco teniendo en cuenta lo severa de la contracción iniciada en el



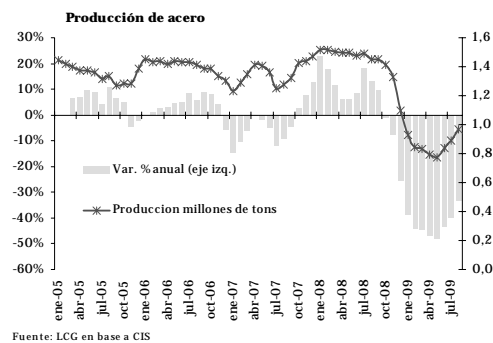
último trimestre de 2008, tampoco se observan señales claras de una reactivación:

- La **construcción** (de acuerdo al Índice Construya), que acumula una caída anual del 15% en los primeros 8 meses del año; el mes de agosto mostró una caída del 4,5% con respecto al mes anterior y se encuentra en un nivel apenas superior al de abril pasado.
- Luego del colapso de finales del año pasado, las **importaciones de bienes de consumo** se encuentran estancadas desde el mes de enero, acumulando una caída del -22% anual en el período enero-agosto. En el caso de los bienes intermedios y de capital, la caída acumulada es del 40%. Si bien esta caída se explica en partes iguales por las trabas impuestas por la Aduana y la recesión, el derrumbe continúa siendo muy importante.
- Después del piso alcanzado en el 1T-09, las ventas (en términos reales) de los **shoppings** han permanecido constantes en los últimos 4 meses. Distinto es el caso de los **supermercados**, que muestran una recuperación: el promedio del bimestre julio-agosto resultó un 2,5% superior al del 2T-09.
- El sector **automotriz** es uno de los pocos que brinda señales inequívocas de una incipiente recuperación: pese a que agosto mostró una caída interanual del 18%, la producción del mes (casi 48.000 automóviles) resultó un 15% superior al promedio del 2T-09. Esta mejora se explica esencialmente por la recuperación de la demanda brasileña (90% del total exportado), que cayó apenas 5% anual entre enero y agosto (las exportaciones a



México, segundo destino en importancia, cayeron en igual período un 62%).

- La **industria siderúrgica** evidencia una evolución similar a la automotriz: luego de caer 44% en el primer semestre del año, la producción de agosto mostró un crecimiento del 2% contra julio y del 19% con respecto al 2T-09. Así y todo, todavía le falta un largo trecho para recuperar los niveles previos a la crisis: el total producido en agosto resultó un 30% inferior al promedio de 2008.
- El consumo de **gasoil** se encuentra estancado desde principios de 2009, con una caída acumulada anual en los primeros siete meses del 9%.
- El índice de **expectativas económicas** UCATNS GALLUP, que había mostrado una recuperación en los meses posteriores al piso de abril, cayó por segundo mes consecutivo en agosto (acumulando una caída del 7% con respecto a junio, -15% contra agosto del año pasado).



Para el último trimestre del año preveamos una tenue recuperación de la actividad (en términos desestacionalizados contra el trimestre anterior), lo que permitirá cerrar el 2009 con una caída acumulada en torno al 3,5%. De cara al 2010, y de no mediar un significativo cambio de expectativas y del clima de negocios, resulta difícil encontrar un motor que pueda dinamizar la demanda.

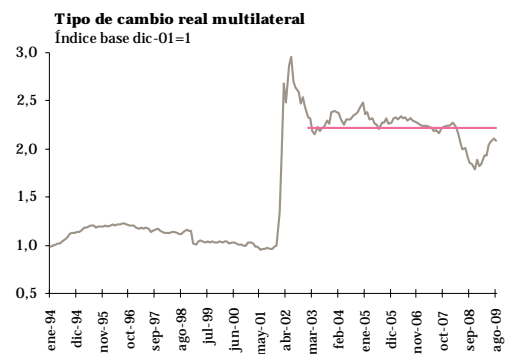
El consumo privado acumula en el primer semestre de 2009 una caída del 3,4%. Pese a la severidad de la recesión, la inflación se mantuvo por encima de los dos dígitos y preveamos una leve aceleración para el año próximo. Con niveles de empleo estancados, la caída en la masa salarial real impedirá una recuperación vigorosa del consumo privado en 2010. Por el lado del sector público, la estrechez fiscal y el nulo acceso a

los mercados voluntarios de crédito dejan un margen muy acotado para que se transforme en el motor de la demanda.

En el caso de la inversión (que mostró una caída del 12% en el primer semestre de 2009) el panorama es sombrío, ya que es el componente que más sufre en tiempos de incertidumbre. Sin un clima de mayor previsibilidad con respecto a la política económica del Gobierno, las empresas reducirán al mínimo los planes de expansión hasta tanto se despejen las dudas con respecto a las perspectivas de la economía en el mediano plazo.

**Sólo el sector externo aportará buenas noticias.** Luego de la sequía que azotó al país esta campaña, estimamos para el año próximo un crecimiento de la cosecha del 38% sostenido esencialmente por la mayor producción de soja (+60%), en un contexto de precios que, si bien no son los de 2008, resultan muy favorables en la comparación histórica. Adicionalmente, la competitividad “importada” desde afuera (como consecuencia de la depreciación mundial del dólar y la apreciación de la moneda de nuestro principal socio comercial), ubica el Tipo de Cambio Real Multilateral en niveles apenas inferiores al promedio del bienio 2005-06, lo que probablemente incentivará algunas actividades industriales vía sustitución de importaciones en el margen.

Teniendo en cuenta este escenario, nuestra estimación de crecimiento del PBI para el 2010 se ubica en el rango de 1,5% - 2%. No obstante, vale la pena analizar cuáles son los principales desafíos que enfrenta la economía el año próximo.



## Los desafíos del 2010

El mejor clima financiero internacional, un sector externo que seguirá siendo un generoso aportante de divisas (esti-

**labourcapitalgrowth**

Castañeda 1873 – Oficina 17  
(5411) 4787-2326  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

mamos un superávit comercial de US\$ 15.000 M) y un perfil de vencimientos de la deuda pública considerablemente más aliviado (US\$ 20.000 en 2009 vs. US\$ 15.000 en 2010, 40% del cual es intra sector público) le quitan presión al funcionamiento de la economía de cara al año próximo.

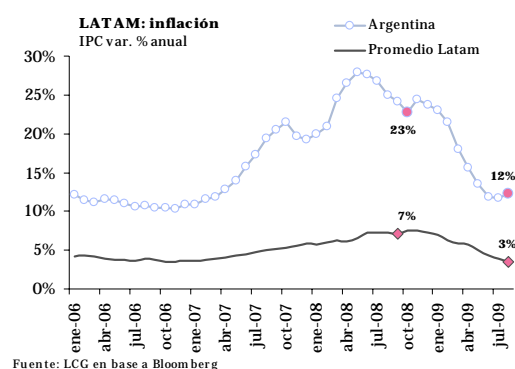
Obviamente, esto no implica que no existan desafíos latentes que requieran un abordaje integral. Los **principales focos de tensión** de cara al año próximo pasarán por el **frente fiscal, el inflacionario y el social**. Sin un rebote de la actividad económica, el Gobierno Nacional seguirá penando en términos fiscales. En el caso de las provincias, la pena se transformará en drama; ya que resulta inevitable la asistencia del gobierno nacional para que puedan afrontar su déficit primario, que estimamos en \$ 13.300 M. Cabe destacar que este monto podría ser obtenido de forma automática por el conjunto de las provincias en caso de que el Congreso no prorrogue la distribución actual del impuesto al cheque y la precoparticipación del 20% del impuesto a las ganancias con destino a ANSES.

Aun con las “ayudas” que recibirá el Gobierno por parte del sector agropecuario (debido a la mayor cosecha que, sumada a una depreciación adicional del peso, representará \$ 7.000 M adicionales de derechos de exportación) y del BCRA (\$ 12.000 por resultado cuasifiscal “virtual” derivado de la depreciación del tipo de cambio); el fuerte componente inercial de 2/3 del total del gasto implica que, en el mejor de los casos, el superávit primario se ubicará en torno al 2% del PBI. Prácticamente sin margen adicional para exprimir los salvavidas de emergencias (adelantos transitorios del BCRA y la asistencia del Banco Nación), el gobierno requerirá recursos adicionales por unos US\$ 6.000 M (2% del PBI) para cerrar el programa financiero.

Sin acceso al mercado voluntario de financiamiento y sin posibilidad de repetir nuevos manotazos de recursos al estilo de las AFJPs, al Gobierno no le quedarían otras alternativas que

financiarse con el fondo acumulado de la ANSES o bien apelar a la emisión monetaria para auxiliar al Tesoro. Naturalmente, para un país con la historia monetaria, fiscal y previsional de nuestro país, resulta poco saludable la utilización de estas alternativas de última instancia. Pero también debe destacarse que no guardan, ni por su magnitud ni por el contexto general macroeconómico, ninguna relación con la desafortunada experiencia de los '80s.

En todo caso, el efecto que tendrá esta mayor emisión monetaria será el de agregar algunos puntos adicionales de inflación. Como consecuencia de la recesión, la inflación evidenció una brusca desaceleración: luego del máximo de 26% ia. alcanzado a mediados de 2008 se estabilizó en torno al 12% ia. en junio de este año (un piso bastante alto si se considera la magnitud de la contracción del nivel de actividad). Como se observa en el gráfico, la desaceleración de la inflación es un fenómeno que tuvo lugar en toda Latinoamérica como consecuencia de la crisis mundial: **desde el peor momento de la crisis (septiembre 2008) hasta hoy, todos los países redujeron a la mitad la tasa de inflación.** De hecho, en la Argentina el proceso de desaceleración inflacionaria parece haber concluido en el mes de junio, ya que tanto en julio como agosto, motorizada por el alza de los alimentos, la variación contra el mes anterior se ubicó por encima del 1%. Nuestra estimación de inflación es que el 2009 cerrará con una variación interanual (dic c/ dic) del 13,4%.



Aun con una baja previsión de crecimiento del nivel de actividad, para el 2010 estimamos que la inflación mostrará un salto discreto y se ubicará en torno al 18% (dic c/ dic). Si bien en términos macro dicho nivel inflacionario no es para desesperarse (aunque, naturalmente, sería deseable que se monitoreara su evolución con cuidado), sí implica crecientes riesgos en términos de conflictividad social y puja distributiva (en el caso de los empleados sindicalizados). Si a ello sumamos el hecho de que el nivel de empleo recién podría em-



pezar a dar muestras de reanimación bien entrado el 2010, es esperable con las tensiones sociales asociadas al empeoramiento de la situación social vayan *in crescendo* en los tiempos venideros. Queda por saber cuál será la respuesta de un Gobierno que viene demostrando poca pericia en la anticipación de los problemas, que recibió un golpe en las últimas elecciones y que deberá hacer equilibrio entre los reclamos provinciales de una mayor automaticidad de las transferencias y sus propias urgencias fiscales.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.