

Tiempos volátiles

Informe Mensual Mayo

Lunes 31 de mayo de 2010

labourcapitalgrowth

Castañeda 1873 – Oficina 17

(5411) 4787-2326

www.lcgsa.com.ar

contacto: info@lcgsa.com.ar

Editorial

El mes de mayo estuvo signado por los festejos asociados al Bicentenario (con una masiva concurrencia y participación de la población que excedió toda previsión), y por un nuevo episodio de *stress* financiero que, con epicentro en Grecia, amenaza con propagarse al resto de Europa. Lo cierto es que, más allá de cierta euforia en los mercados financieros en los últimos meses, existen muchas dudas con respecto a la solidez de la incipiente recuperación económica en los países desarrollados (en particular en el caso europeo). Recuperación que tuvo mucho más que ver con los cuantiosos paquetes de estímulo implementados por los gobiernos como consecuencia de la crisis financiera de 2008 que con una corrección de los desequilibrios estructurales de las economías.

La consecuencia del salvataje estatal fue un marcado deterioro de la situación fiscal y de la carga de la deuda pública. Obviamente, ante la magnitud de la crisis y con la disponibilidad de financiamiento barato, la cuestión fiscal se presentaba como un problema secundario. Pero una vez que los mercados financieros comenzaron a dudar respecto de la capacidad de pago de algunos países, el problema fiscal pasó al centro de la escena.

El panorama europeo luce realmente complicado, porque vedada la posibilidad de una devaluación que permita recuperar competitividad y estimule la actividad económica, la única alternativa viable para los países del bloque PIIGS es el largo y doloroso camino de la deflación. Como bien sabemos por nuestra experiencia de 2000-01, la corrección fiscal en tiempos de recesión y apreciación cambiaria es una tarea harto compleja, que implica crecientes tensiones políticas y sociales.

Pese a no avizorarse un abandono del Euro por parte de los países más complicados, lo cierto es que este episodio pone

en cuestión la viabilidad en el largo plazo del establecimiento de una moneda común para un conjunto de países tan heterogéneo como el europeo. Y, en un contexto de desequilibrios fiscales de magnitud, la sostenibilidad del “estado de bienestar” europeo. En todo caso, queda claro que el Euro apreciado de los últimos años ha quedado definitivamente en el pasado.

Más allá de ciertos errores en el diseño y en el *timing* de la oferta a los bonistas, el nuevo escenario financiero complica el porcentaje la aceptación de la propuesta (que probablemente termine arañando el 60% establecido como meta) y torna inviable la obtención de fondos frescos. Independientemente de ello, desde la perspectiva argentina, y siempre que la situación europea no se salga de cauce, un contexto internacional caracterizado por un crecimiento asimétrico (desarrollados vs emergentes) resultaría todavía favorable para nuestro país. Pero el surgimiento de ciertos riesgos potenciales asociados al nuevo escenario reafirma la necesidad de enfrentar la agenda pendiente en materia económica de nuestro país, que el Gobierno ha venido postergando sistemáticamente.

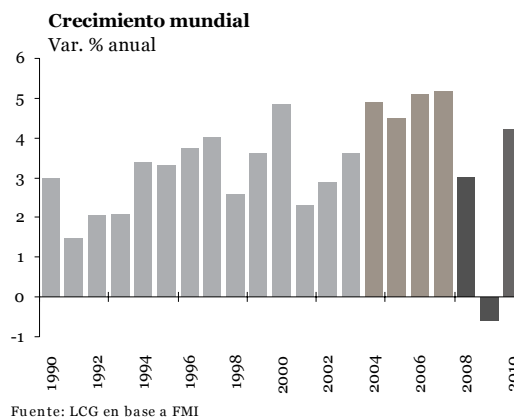
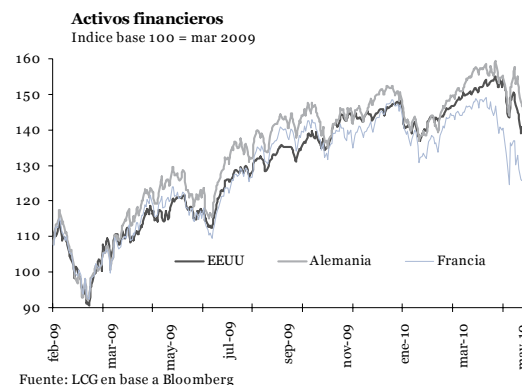
Crisis financiera, nuevo episodio

Poco tiempo después de producida la peor crisis financiera desde la Gran Depresión, los mercados financieros habían empezado a vivir una nueva euforia: a partir del 2T-09 los activos financieros se recuperaron fuertemente, y ya se encontraban en niveles cercanos a los existentes antes de la crisis. Si bien la recuperación por el lado real era más bien moderada (EE.UU.) o anémica (Europa), con tasas de desempleo que se mantenían persistentemente elevadas, lo cierto es que **el sector financiero parecía estar convencido de que lo peor de la crisis había quedado atrás** y que la recuperación de las economías desarrolladas era poco menos que inevitable.

Pero la euforia duró poco. En esta oportunidad, el detonante del nuevo episodio de turbulencia en los mercados financieros mundiales fue Grecia, que, como consecuencia de la imposibilidad de refinanciar en el mercado los vencimientos de su pesada deuda, puso en jaque a otros países europeos con desequilibrios fiscales de magnitud.

El problema principal es que los determinantes de la recuperación de la economía mundial post-caída de *Lehman Bros* tuvieron mucho menos que ver con un cambio de los fundamentos macro de los países desarrollados que con la implementación de agresivas políticas fiscales y monetarias que inundaron los mercados de liquidez: sólo en EE.UU. la inyección de liquidez fue de US\$ 1.800 MM (equivalente a nada menos que el 13% del PBI). Así, el salvataje estatal al sistema financiero permitió ponerle un piso a la crisis y revertir las expectativas, pero en esencia **los desbalances globales existentes antes de la crisis siguen presentes, pero agravados post-crisis en el plano fiscal.**

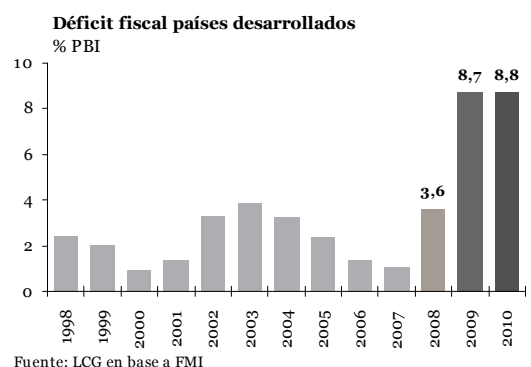
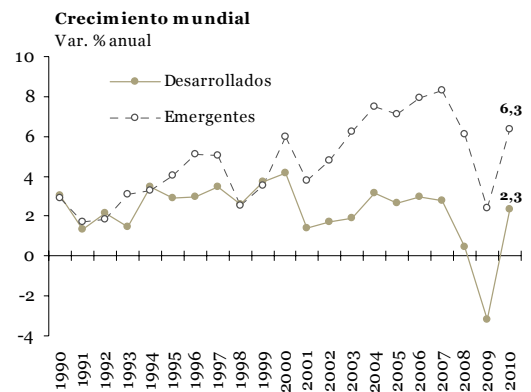
Los paquetes de estímulo implementados rindieron sus frutos y la economía mundial pudo detener la



caída libre y empezar a recuperarse a partir del 3T-09, con un crecimiento superior al 3% en el segundo semestre del año (que permitió cerrar el 2009 con una caída de apenas 1%). Esta incipiente recuperación, si bien más rápida que la esperada, muestra una marcada heterogeneidad que se observa en el crecimiento económico proyectado para 2010: países emergentes expandiéndose fuerte por encima del 5% (China, India, Brasil, etc.), EE.UU. creciendo poco (en torno al 3%) y Europa y Japón con crecimiento anémico.

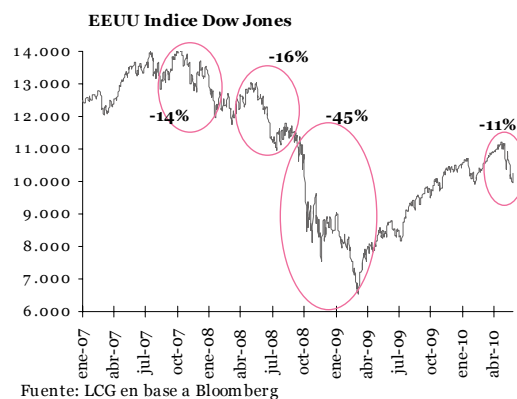
Pero, como ha quedado demostrado en los últimos días, **en el caso de los países desarrollados se trata más bien de una recuperación entre algodones**. Los riesgos latentes que condicionan aún más esta dinámica de crecimiento dispar son: i) el *timing* para la reversión de las políticas de estímulo fiscal y monetaria implementadas, ii) en relación a ello, la sostenibilidad fiscal de los países más afectados por la crisis, iii) la recomposición del patrimonio perdido de las familias durante la crisis (más ahorro y menos consumo) y, iv) la falta de normalización del crédito, tanto por el lado de la demanda (proceso de desapalancamiento) como por el de la oferta (bancos aún no sanearon sus hojas de balance). Todo ello en un contexto en el cual la fragilidad generalizada del mercado de trabajo constituye un factor adicional de riesgo para asegurar una recuperación sostenida.

El costo que debió pagarse para rescatar a la economía mundial de la debacle financiera fue el rápido aumento de la deuda pública y el deterioro de las cuentas públicas. Las dudas surgidas con respecto a la solvencia fiscal (detonadas a partir de la crisis griega, pero con otros países en la “sala de espera”) elevan la tasa de financiamiento, lo que a su vez implica una mayor carga fiscal por los mayores intereses. Si a esto se le agrega un entorno recesivo que presiona por el lado de los ingresos (dificultando todavía más el ajuste) y la incapacidad de recupe-



rar competitividad a través de una devaluación de la moneda, **están dadas todas las condiciones para un cóctel fiscal explosivo** (la experiencia argentina de los años 2000 y 2001 es un claro ejemplo al respecto).

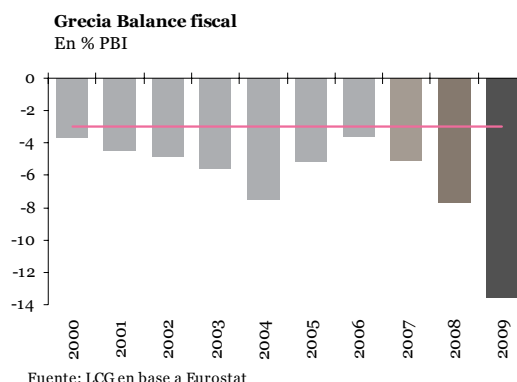
Mirada en perspectiva, la crisis financiera global está atravesando su cuarta etapa: en 2007 el detonante de la crisis fue **el mercado de real state norteamericano**, que posteriormente se trasladó en 2008 al **sistema bancario**, inicialmente por la caída del **precio de los activos subyacentes** y luego como consecuencia de la **mayor mora en los préstamos**, para entrar finalmente en la cuarta etapa referida al **componente fiscal** (en parte como consecuencia de la acumulación de deuda previa al estallido y en parte un subproducto de la propia crisis). Cada período intercrisis estuvo caracterizado por un *rally* en los precios de los activos financieros que fue el preludeo del desplome posterior. **Mientras no se corrijan los desequilibrios estructurales de las economías desarrolladas, la volatilidad será moneda corriente en los índices bursátiles de los países desarrollados.**



Una tragedia griega...

Justo cuando parecía que la economía mundial estaba curada, una nueva crisis jaqueó a los mercados financieros. Esta vez el detonante fue la vulnerabilidad de la economía griega. **Por donde se la mire, estructuralmente Grecia tiene serias dificultades: situación fiscal al límite, altos niveles de endeudamiento, baja competitividad, altos costos y capacidad instalada limitada con poca productividad.**

En los últimos años, Grecia fue germinando un elevado déficit fiscal y una alta dependencia al financiamiento externo.



Luego de haber ingresado al “club del Euro”, se benefició del financiamiento a bajas tasas impulsando fuertemente la demanda interna. Entre 2000 y 2008, la economía creció a una tasa promedio del 4%. No obstante, **a pesar del alto crecimiento, la política fiscal fue pro-cíclica: se redujeron impuestos y se elevó el gasto público**, fundamentalmente en salarios, deteriorando aún más las cuentas públicas.

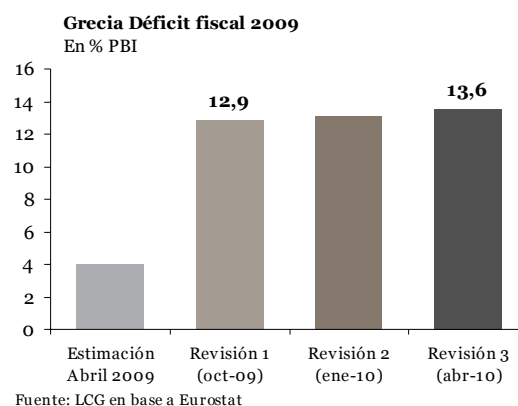
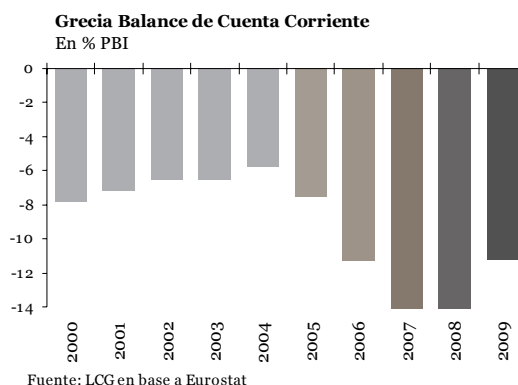
Además, la inflación de Grecia excedió continuamente los niveles de la Eurozona, contribuyendo a la apreciación del tipo de cambio real. Sumado a la revalorización nominal del Euro, **el TCR está entre 20-30% apreciado en relación a los niveles de equilibrio**. Esto, entre otros factores (es una de las economías menos eficientes del continente con un mercado poco competitivo y una alta presencia de oligopolios), hizo que **el déficit de cuenta corriente superara el 10% del PBI**.

En 2009 la economía tuvo una caída de 2%. Debido a que el año pasado hubo elecciones, el gasto público se elevó y se ocultó parte del mismo. Esto le dio el golpe de gracia a las ya debilitadas cuentas fiscales. **El déficit fiscal fue corregido al alza 4 veces**. En abril de 2009 se estimó un déficit de 4% y terminó el año con un déficit de 13,6% del PBI (el más alto de toda la UE). La última revisión fue a fines de abril pasado y **el mercado reaccionó castigando fuertemente los papeles griegos**. Para peor, la Eurostat (el instituto de estadísticas de la comunidad) podría elevarlo por quinta vez a 14,1% debido a la “no tan buena” calidad de las estadísticas oficiales del país.

El deterioro de la economía griega era evidente y sabido. Entonces, ¿qué fue lo pasó en el último tiempo para que la situación se agravara significativamente? No fue un hecho particular, sino más bien la conjunción de una serie de sucesos que terminaron de gatillar la crisis, en un contexto de acumulación de desequilibrios macro de magnitud.

labourcapitalgrowth

Castañeda 1873 – Oficina 17
(5411) 4787-2326
www.lcg.com.ar
contacto: info@lcg.com.ar



A fines de marzo, el consejo de la Unión Europea y el FMI acordaron un primer paquete de ayuda para Grecia. Sin embargo, el efecto fue contraproducente porque el acuerdo fue muy amplio y se obviaron características claves como por ejemplo el monto, el plazo y el costo de la asistencia. Una semana después, Grecia colocó deuda convalidando una tasa superior y sin llegar a cubrir el monto que deseaba financiar, dejando en evidencia las serias dificultades que presentaba. Los precios de los bonos se derrumbaron arrastrando a los bancos locales que tenían estos activos. Así, a comienzos de abril, 4 de los principales bancos le pidieron asistencia al Gobierno por € 17.000 M. Inmediatamente después, todas las calificadoras de riesgo le bajaron la nota, argumentando que los desafíos fiscales se incrementaron en un contexto en el cual el país se enfrentaba a mayores tasas de interés y el crecimiento de la economía iba a ser menor. Con este telón de fondo y luego de casi un mes de un sistemático deterioro en los mercados, **la UE y el FMI terminaron por aprobar un (segundo) paquete de ayuda por € 45.000 M (20% PBI) que finalmente fue ampliado a € 110.000 M (50% PBI) para los próximos 3 años.**

A cambio de esta “ayuda”, **el gobierno griego anunció un ambicioso ajuste fiscal de 11 puntos del PBI (€ 30.000 M) en sólo 3 años (pasar de un déficit de 14% a uno de 3% del PBI).** En partes casi iguales se comprometió a bajar el gasto público (reducción de salarios a empleados públicos y jubilaciones y congelamiento hasta 2013 y eliminación de bonos a trabajadores públicos) y elevar los ingresos (aumento del IVA e impuestos a bienes suntuarios, cigarrillos y alcohol). También asumió el compromiso de realizar una reforma del sistema previsional y reducir el gasto militar.

En resumen, **la raíz de la crisis griega es un mix de falta de credibilidad, liquidez y solvencia.** La falta de credibilidad está asociada a las estadísticas económicas,

PAQUETE DE ASISTENCIA A GRECIA

En miles de millones de euros

APORTANTES	110
FMI	30
UE	80

	% Euro 16	Aporte en € MM
Alemania	26,7%	22,0
Francia	21,3%	17,6
Italia	17,2%	14,2
España	11,8%	9,7
Holanda	6,4%	5,3
Bélgica	3,7%	3,1
Grecia	3,0%	-
Austria	2,7%	2,2
Portugal	1,9%	1,6
Finlandia	1,9%	1,6
Irlanda	1,8%	1,5
Eslovaquia	0,7%	0,6
Eslovenia	0,3%	0,3
Luxemburgo	0,3%	0,3
Chipre	0,1%	0,1
Malta	0,0%	0,0

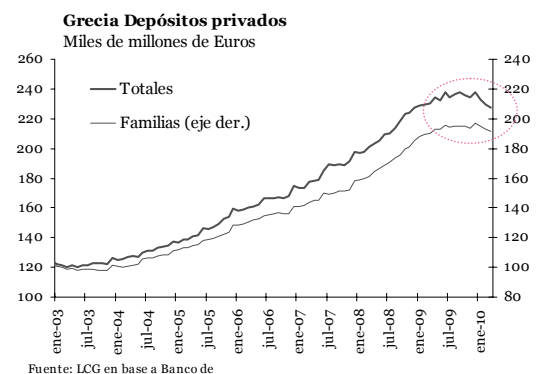
Fuente: LCG en base a FMI y BCE

fenómeno que no es reciente. Sistemáticamente se subestimó el déficit fiscal, no sólo sucedió esto en 2009, por ejemplo en 2003 el déficit fue corregido al alza 5 veces. También es **una crisis de liquidez**: las necesidades de financiamiento (déficit fiscal + vencimiento de deuda) para 2010 equivalen casi el 30% del PBI. Y los vencimientos de la deuda están muy concentrados en el corto plazo: de un stock de deuda de € 320.000 M este año vencen € 60.000 M (€ 22.000 M vencieron entre abril y mayo). Y finalmente, también es un **problema de solvencia** debido a los abultados déficit gemelos que tiene.

La situación de Grecia es muy parecida a la que atravesó Argentina en 2000-01. Desde el punto de vista económico, el combo está compuesto por recesión con desocupación, serios problemas fiscales y externos y la ausencia (forzada) de la política monetaria y cambiaria. La única excepción (por el momento) quizás sea la salida de depósitos y la confianza sobre la solvencia del sistema financiero local. Los depósitos privados de Grecia aún no se han resentido, en el caso argentino la salida de depósitos comenzó a principios de 2001.

Con respecto a la actividad, entre 1999 y 2001, Argentina acumuló una caída del PBI de 8 puntos y Grecia tendría una recesión de por lo menos 6 puntos entre 2009 y 2010. En 2009 la economía se contrajo un 2% y se prevé que se profundice en 2010 con una caída superior al 4%. Desde el punto de vista fiscal, ambos países tenían una altísima dependencia al financiamiento externo. En aquellos años, Argentina necesitaba financiamiento por el equivalente al 25% del PBI (Grecia hoy necesita el 30% del PBI), ya que tenía un déficit fiscal de 10% del PBI¹ y los pagos anuales de la deuda eran de 15% del PBI. Producto de la fuerte apreciación de sus monedas, el déficit de cuenta corriente también es abultado, aunque en el

¹ El Gobierno Nacional tenía un déficit de 7% del PBI y las provincias de 3% del PBI.



caso de Grecia alcanza un exagerado 10% del PBI. Y la última semejanza es la rigidez de la política cambiaria. Argentina tenía una caja de conversión que igualaba el valor del peso al del dólar norteamericano y Grecia, como es sabido, desde el 2001 no posee una moneda propia sino que es parte de la zona del euro.

La Argentina sólo pudo salir de aquella situación transitando un doloroso camino: *default* de la deuda y abandono del régimen cambiario de convertibilidad con una mega devaluación de la moneda. En 2002, el PBI cayó más del 10%, la desocupación fue superior al 20% y los precios aumentaron un 40%.

Ahora bien, **los problemas son muchos y las soluciones son pocas, ¿qué camino podrá transitar Grecia? Por ahora, la opción fue la de anunciar la reducción del déficit fiscal y conseguir financiamiento, además de intentar bajar los costos domésticos para ganar competitividad. Pero esto no soluciona los problemas de base**, e incluso puede ser perjudicial porque la deflación de la economía ayuda a la competitividad pero fiscalmente es contraproducente porque aumenta el peso de la deuda en términos reales. **¿Qué otras alternativas existen?** Reestructurar la deuda sólo aportaría alivio parcial, ya que disminuiría su carga pero seguiría estando presente el problema de financiar un déficit fiscal de 10% del PBI.

La verdadera solución estará en el crecimiento de la economía y para ello el gran candidato son las exportaciones. Históricamente, los países (como la Argentina en 2002) salieron de esta situación devaluando la moneda para ganar competitividad y licuar el gasto. El caso de Grecia es muy particular. **Hoy por hoy los costos de alejarse del Euro como *free rider* son muy altos. Aunque la situación podría cambiar si se sumaran a esta iniciativa otros países de Europa** que también padecen los problemas que tiene Grecia. Por eso, si bien Grecia es un país relativamente

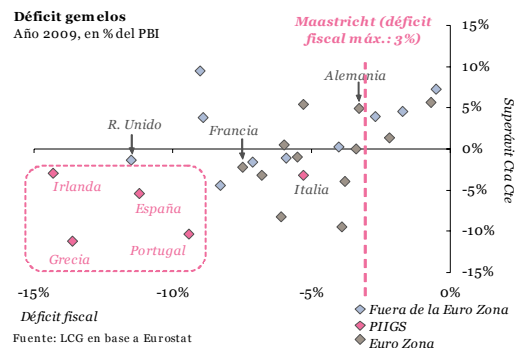
pequeño (su PBI es sólo 2,7% de la Eurozona), la situación de la economía griega es la más sensible y compleja de toda Europa y **la posibilidad de contagiar a todo el sistema es alta.**

...que pone en riesgo al resto de Europa

La magnitud de la crisis financiera internacional forzó a los gobiernos europeos a una activa intervención estatal para evitar el colapso del sistema financiero. Así, los cuantiosos paquetes de estímulo fiscal y la abundante inyección de liquidez en los mercados financieros fueron relativamente exitosos en ponerle un piso a la caída en el nivel de actividad (de hecho, si bien de forma tenue, Europa volvió a crecer a partir del 3T-09). Pero el precio que tuvieron que pagar los gobiernos europeos fue un salto discreto en los desequilibrios presupuestarios.

Obviamente, la prioridad era evitar una depresión. Y en la medida en que se mantuviera el acceso y el costo del financiamiento, el déficit fiscal parecía un problema de segundo orden que podría ser corregido progresivamente en el mediano plazo de la mano de la recuperación de la actividad económica. Pero este no fue el caso: el bloque europeo presenta importantes asimetrías hacia su interior y los mercados comenzaron a poner en tela de juicio la capacidad de pago de algunos países perteneciente a la Eurozona.

Como se observa en el gráfico adjunto, los 27 países miembros de la UE finalizaron el 2009 con las cuentas fiscales en rojo, y la gran mayoría claramente por encima de la pauta permitida por el Tratado de Maastricht. Pero en aproximadamente la mitad de ellos, **el déficit fiscal estuvo acom-**

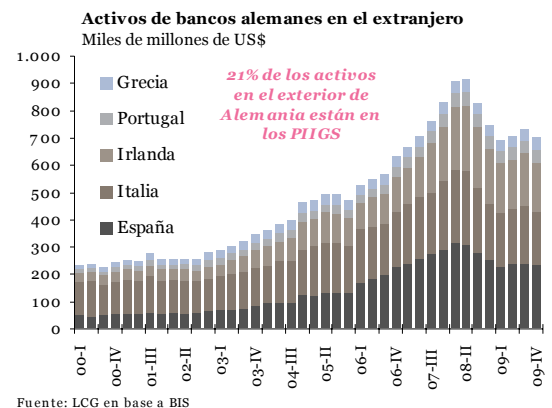
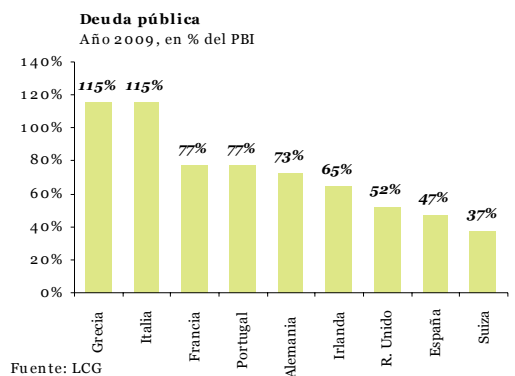


pañado también de un saldo negativo de la cuenta corriente. La gravedad de la situación difiere sustancialmente por país, observándose los mayores desequilibrios estructurales en Grecia, España, Portugal e Irlanda (que, conjuntamente con Italia conforman el bloque de países denominado PIIGS). En términos de la carga de la deuda pública en relación al PBI, Grecia e Italia son los países más comprometidos, a la vez que España e Irlanda muestra un ratio en niveles más razonables.

Precisamente, **fue esta combinación de déficit gemelos de magnitud con economías en recesión la que gatilló la crisis de confianza.** Luego de las interminables idas y vueltas previas a la aprobación del plan de asistencia a Grecia, el colapso de los mercados europeos del viernes 7 de mayo obligó a una cuantiosa intervención *express* de las autoridades europeas (decidida en apenas un fin de semana) para tratar de normalizar la situación y **evitar la propagación hacia otras economías europeas, con el riesgo sistémico que ello implicaría** (vale recordar que aproximadamente 1/5 del total de los activos que los bancos alemanes y franceses poseen en el exterior están concentrados en el bloque de los PIIGS).²

En acuerdo con el FMI, la Unión Europea anunció un mega fondo de estabilización por un total de € 750.000 M que estará disponibles para aquellos países con problemas de financiamiento por un plazo de hasta 3 años. A su vez, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que iba a comprar deuda pública y privada en el mercado secundario con el fin de asegurar la liquidez y la estabilidad en los países más afectados. El fondo de estabilización está formado por tres sub-fondos:

- € 60.000 M, para financiar los desequilibrios del balance de pagos entre los países de la UE. Los fondos



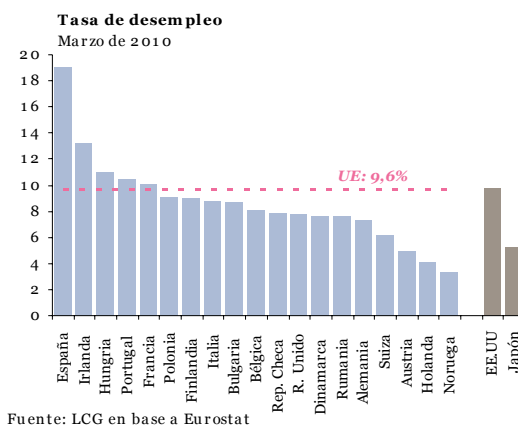
² Los bancos franceses poseen deuda pública italiana por un monto equivalente al 20% del PBI francés.

surgirán de la emisión de títulos por parte de la Comisión Europea que tendrán como garantía el presupuesto de esta institución.

- € 440.000 M, provistos por los países de la Euro Zona en función de su participación en el capital del BCE . Los fondos serán destinados a operar como garantías o préstamos bilaterales con iguales términos y condiciones que las exigidas por los préstamos *stand-by* del FMI.
- € 250.000 M, que serán aportados por el FMI.

El plan de estabilización y las compras de títulos públicos por parte del BCE sólo generó alivio temporario, lo que obligó a los países más afectados por la crisis griega a anunciar nuevos ajustes en los gastos con el propósito de restablecer la confianza de los mercados financieros. El gobierno de Rodríguez Zapatero dispuso un nuevo plan de ajuste (que sigue al anunciado en enero pasado) con la meta de reducir el déficit fiscal a 6% del PBI en 2011, por el cual se reducen 5% los salarios de los empleados públicos (15% en el caso de los funcionarios políticos de alto rango), se congelan los salarios públicos y pensiones (excepto las mínimas) durante el año próximo y se elimina la asignación por hijo (además de recortes en los gastos de Inversión Pública). El gobierno portugués dispuso la elevación de la alícuota de distintos impuestos (a la renta, del IVA y de las ganancias de bancos y grandes empresas) y el recorte del 5% en los salarios de los empleados públicos de más alto rango.

Más allá de las buenas intenciones, lo cierto es que **la estrategia de reducir el déficit en un contexto recesivo puede morderse la cola si profundiza aún más la caída en el nivel de actividad** (por ejemplo, en España la tasa de desempleo ya se encuentra en torno al 20%), además del deterioro político que le ocasiona al gobierno y la mayor



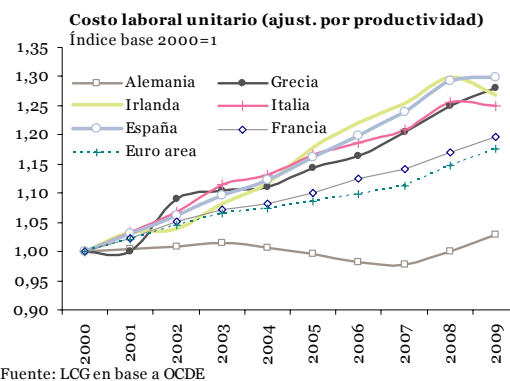
conflictividad social que genera. **El problema es que los gobiernos no tienen alternativa:** vedada la chance de restablecer el equilibrio externo a través de una devaluación del tipo de cambio que incentive las exportaciones y la actividad económica, **sólo queda recorrer el largo (y doloroso) camino del ajuste y la deflación.**³

En realidad, todo el ruido generado a partir de la crisis griega pone en el tapete una discusión mucho más amplia (y compleja) que es la referida al rol del Euro. **En última instancia, lo que está en debate es la viabilidad de largo plazo de un sistema que obliga a países con una estructura productiva, un mercado laboral y niveles de productividad tan disímiles como, por ejemplo, Alemania y Grecia, a resignar su política cambiaria y monetaria.**

Naturalmente, **el largo proceso histórico que derivó en la creación de la Unión Europea y posteriormente del Euro tuvo una motivación mucho más política que económica.** Pero implícitamente se asumía que las ganancias asociadas a la existencia de una moneda común (en términos de menores costos de transacción, menor costo de financiamiento –con Alemania “exportando” su reputación al resto de los países- y posibilidad de transformarse en moneda de reserva de valor internacional) serían mayores que los costos en términos de menor flexibilidad de política económica.

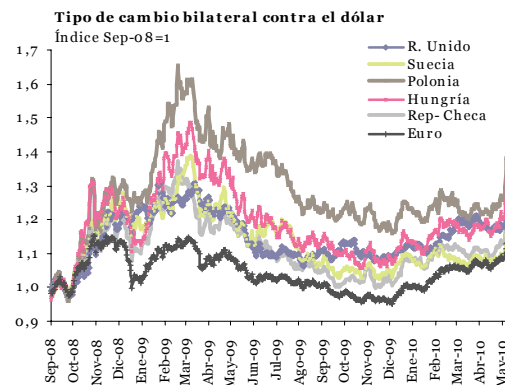
La difícil situación actual obliga a sopesar nuevamente los costos y los beneficios. Por ejemplo, **en los últimos años el costo laboral unitario (ajustado por productividad) ha crecido un 30% en países como Grecia, España, Italia o Irlanda; a la vez que en Alemania se mantuvo prácticamente constante.** Una distinta evolución de las

³ De hecho, la reestructuración de la deuda sólo “solucionaría” parcialmente el problema, ya que quedaría latente el financiamiento del déficit primario.



productividades combinada con tasas de inflación diferenciales derivaron en una **significativa apreciación cambiaria en los PIIGS** (agravada por la propia fortaleza del Euro en los últimos años) **que inevitablemente requiere de un doloroso proceso de ajuste**. Distintamente, países fuera de la Eurozona pudieron “suavizar” el ajuste permitiendo un mayor deslizamiento del tipo de cambio luego de la caída de *Lehman Bros*.

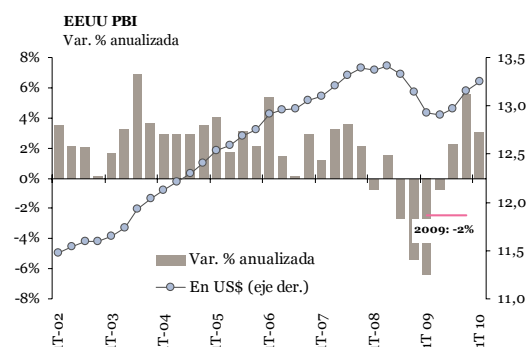
Si bien ninguna alternativa está exenta de costos (y nadie avizora en lo inmediato a los países en situación más complicada abandonando el Euro), lo cierto es que el “súper Euro” de los últimos años ha quedado definitivamente atrás. ¿Hasta dónde tiene margen para caer? Probablemente, la respuesta a esta pregunta dependa de cuánta tolerancia tenga el *Bundesbank* a una mayor inflación en el mediano plazo (que, cabe destacar, permitiría una licuación de los pasivos actuales).



EE.UU.: mejor pero con potenciales riesgos

Habiendo sido el epicentro de la crisis financiera internacional, **la economía norteamericana se recuperó de una forma sorprendentemente rápida**. Si bien entre el 3T-08 y el 2T-09 el PBI acumuló una caída de casi 4%, la recesión sólo duró un año ya que a partir del 3T-09 el PBI volvió a crecer nuevamente.

Esta recuperación se debió esencialmente a los cuantiosos paquetes de estímulo fiscal y monetario implementados por el Gobierno. En este caso, tampoco solucionan el problema estructural (persistentes déficit de cuenta corriente y fiscal), le dieron



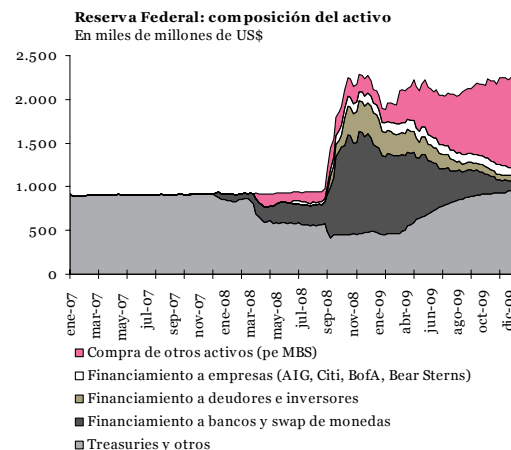
Fuente: LCG en base a BEA

oxígeno a la economía. En el medio de la crisis, **la prioridad era resolver el colapso financiero y poner a la economía otra vez en la senda del crecimiento.** Desde este punto de vista, el objetivo se ha cumplido con creces.

La situación financiera doméstica luce bajo control.

El rendimiento de los bonos del Tesoro, la tasa de los créditos hipotecarios y otras tasas de interés se han mantenido en niveles bajos. Los precios de los activos financieros se recompusieron sostenidamente, en un contexto en el cual las empresas e instituciones financieras volvieron a mostrar resultados positivos. El financiamiento de corto plazo retomó su funcionamiento, lo que hizo que los programas de asistencia de liquidez de corto plazo implementados por el Gobierno fueran utilizados cada vez menos. Varias de las principales instituciones financieras lograron recapitalizarse en el mercado, pudiendo cancelar parte de la ayuda recibida del Gobierno con los fondos obtenidos. Finalmente, la deuda del sector privado no financiero se viene contrayendo (proceso de desapalancamiento) desde la segunda parte de 2009.

La hoja de Balance de la Reserva Federal permite visualizar de forma clara cómo se fue inyectando liquidez en la economía. **Las cifras son impactantes: los activos y los pasivos de la FED se duplicaron desde el inicio de la crisis.** En una primera etapa, el activo creció de la mano de las líneas de financiamiento de corto plazo. Y en una segunda etapa, iniciada a principios de 2009, crecen los activos (tóxicos) comprados por la Reserva Federal con el propósito de mejorar los balances de las compañías y bancos más afectados por la crisis económica. **La FED llegó a volcar hasta US\$ 1.800 miles de millones (13% PBI) en la economía.** Esta cifra se fue reduciendo como consecuencia de la recuperación económica, **sin embargo se sitúa en un promedio del orden de los US\$ 1.300 miles de millones (9% PBI);** valor que se puede tomar como

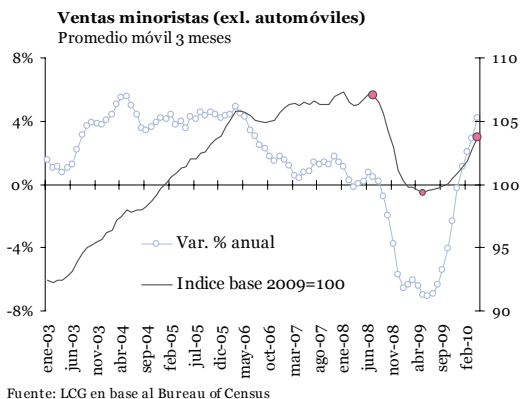
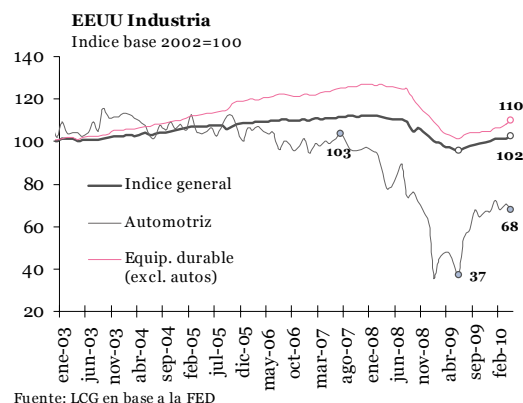
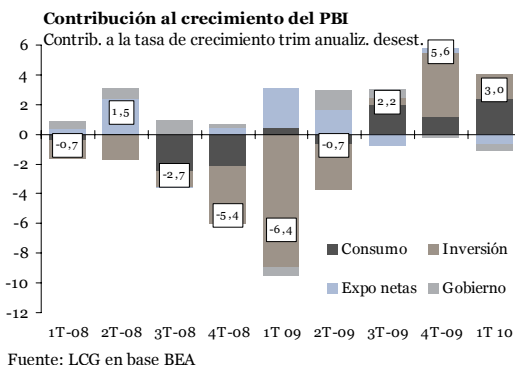


proxy del costo de la crisis en EEUU para la Reserva Federal.

Por el lado de la actividad económica, el gasto público y la mejor coordinación entre la economía y la política fueron claves para evitar que la recesión se pareciera más a la crisis del '30. En la fase recesiva, el gasto público y las importaciones actuaron como factores contra-cíclicos, mientras que el consumo privado y la inversión fueron los componentes más castigados por la crisis. **Actualmente, los motores del crecimiento son el consumo privado y la inversión privada, que crecieron en el 1T-10 al 3,5% y 14,7% (tasa trimestral anualizada), respectivamente.**

Pese a la mejora de todos los indicadores de la actividad económica, aún se encuentran por debajo de los valores pre-crisis (a diferencia de lo sucedido con los precios de los activos financieros). El sector industrial fue uno de los más afectados por la crisis, arrastrado fundamentalmente por lo sucedido en el sector automotriz. El total de la industria tuvo una caída de 15 puntos entre diciembre de 2007 y junio de 2009; **en el caso de la industria automotriz el derrumbe fue superior al 60%.** De hecho, el Tesoro estadounidense tuvo que desembolsar casi US\$ 80.000 M (0,5% PBI) para evitar una quiebra generalizada en el sector, asistiendo a dos de las principales empresas: actualmente el Gobierno posee el 60% de la General Motors y el 10% de Chrysler. Pese a la recuperación iniciada en el segundo semestre de 2009, **la producción automotriz es todavía un 30% inferior a los niveles pre-crisis.**

Luego de casi un año y medio de caída, las ventas minoristas comenzaron a crecer nuevamente a partir diciembre de 2009. Ya recuperaron 4 puntos de la caída de 7% que tuvieron durante la crisis. Del mismo modo, la confianza al consumidor también se encuentra a mitad de camino de lo que fueron los niveles previos a la crisis. Se derrumbó casi 80%



desde los valores máximos para luego tener una remontada parcial y quedar 48% debajo de los niveles de 2007.

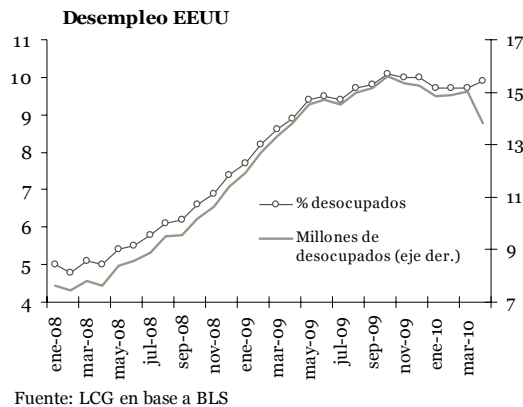
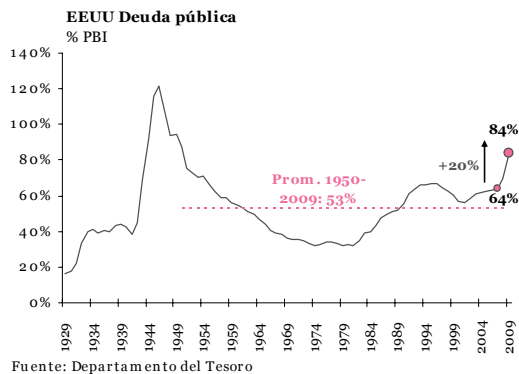
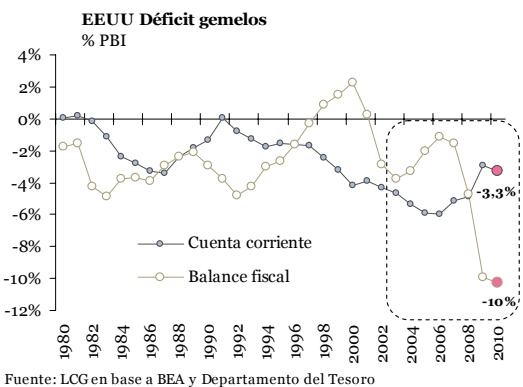
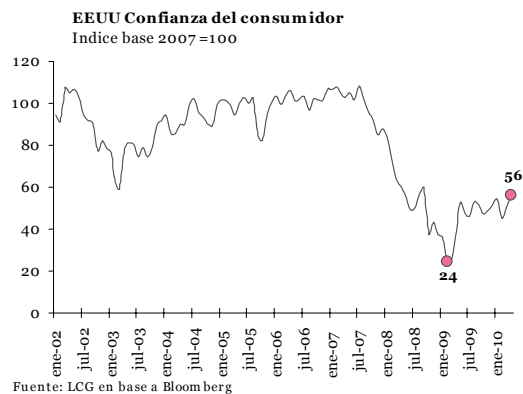
Pese a las señales de reanimación que muestra la economía **se debe ser cauto con respecto a las perspectivas de mediano plazo, ya que los riesgos continúan siendo elevados.** El primer factor de riesgo debe hallarse en los **abultados y persistentes déficit gemelos (fiscal y de cuenta corriente).** A pesar de la **recesión** (las importaciones cayeron 24% en 2009), **el déficit de cuenta corriente sigue siendo elevado y sólo se redujo 2 pp** (de 4,9% a 2,9% del PBI); anticipándose incluso un crecimiento en 2010. El desequilibrio fiscal creció 5 pp en 2009 y este año será equivalente al 10% del PBI. Del mismo modo, la deuda pública en términos del PBI creció 20 pp y se halla en los niveles más altos desde la segunda guerra mundial (84% PBI).

Adicionalmente, **las familias están en un proceso de recomposición del patrimonio perdido en la crisis** (con el consecuente incremento de la tasa de ahorro, en detrimento del consumo) **en un contexto en el cual los mercados laboral e inmobiliario continúan muy golpeados.** En el primer caso, todavía no ha mostrado signos fehacientes de mejora a pesar de la recuperación de la economía, con una tasa de desempleo que se mantiene firme en niveles cercanos al 10%. **La crisis implicó la pérdida de más de 8 millones de puestos de trabajo** (además de que otras 8 millones de personas están trabajando involuntariamente en jornadas reducidas) y sólo se han recuperado 1,5 millones de puestos de trabajo.

Con respecto al mercado inmobiliario, **el precio de las viviendas no logra remontar luego de haber tocado fondo en abril de 2009.** El valor de las propiedades acumuló una caída cercana al 40% entre julio de 2006 y abril de 2009; casi 12 meses después aumentaron sólo 4%.

labourcapitalgrowth

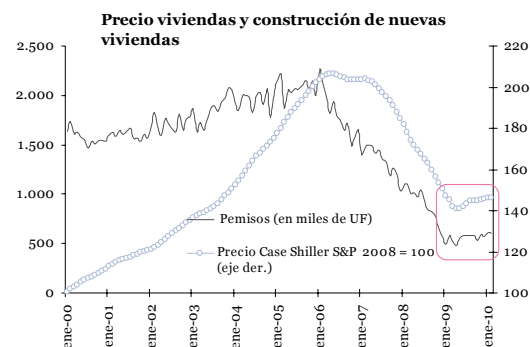
Castañeda 1873 – Oficina 17
 (5411) 4787-2326
www.lcg.com.ar
 contacto: info@lcgsa.com.ar



La actividad de la construcción corrió la misma suerte que los precios de los inmuebles: habiendo encontrado su piso un año atrás se mantuvo prácticamente estancada.

Otro factor de riesgo adicional a los problemas idiosincráticos, es la **situación de Europa y el posible impacto en la economía norteamericana**. Además del canal financiero, esta situación también podría afectar a la economía real. Estados Unidos destina el 30% de sus ventas al exterior al viejo continente (aunque se reduce a menos del 20% a la Eurozona). La relación comercial entre este país y el bloque europeo está prácticamente balanceada: el saldo es levemente deficitario, sólo representa el 10% del total del déficit comercial de EE.UU.. No obstante, la combinación de un menor crecimiento en Europa y un Euro más débil con respecto al dólar podría implicar **un estímulo adicional al ya abultado déficit comercial estadounidense**.

En resumen, si bien la **situación norteamericana luce menos comprometida que la europea no está exenta de riesgos en el corto plazo**. El principal aspecto diferencial es que su economía dispone de una **mayor flexibilidad en términos de herramientas de política económica**. Además, en relación al viejo continente tiene mejores fuentes de crecimiento, fundamentalmente por el lado de las exportaciones. Obviamente, la **persistencia de los desequilibrios fiscal y externo representan un factor de riesgo que deberá ser corregido más temprano que tarde**. En términos fiscales, la consolidación de la recuperación de la actividad económica es un aspecto clave para posibilitar una corrección más “tolerable” del desequilibrio (por los mayores ingresos que implicaría). **Esta es la alternativa más saludable**. Si en cambio se opta por licuar el gasto público y la deuda a través de una mayor inflación, los costos asociados serían mayores.



Fuente: LCG en base a Bureau of the Census y S&P

EEUU BALANZA COMERCIAL (2009)

	EXPO		IMPO		SALDO
	MM US\$	Part. %	MM US\$	Part. %	MM US\$
1. Europa	461	30%	494	26%	-32
Eurozona	268	17%	299	15%	-31
Resto	194	12%	194	10%	-1
2. Asia y Pacífico	415	27%	686	35%	-271
China	111	7%	315	16%	-204
Resto	304	20%	371	19%	-68
3. América	529	34%	559	29%	-30
Canadá	248	16%	249	13%	-1
México	151	10%	193	10%	-43
Resto	130	8%	117	6%	13
4. Otros	150	10%	195	10%	-45
TOTAL	1.555	100%	1.933	100%	-379

Fuente: LCG en base a BEA

El impacto local

En términos financieros, en los últimos años la Argentina se ha mantenido prácticamente **aislada del resto del mundo**. Sin embargo, **esto no implicó que durante la época de bonanza global no haya podido usufructuar el contexto favorable**. Básicamente los canales de transmisión entre el mundo y nuestro país son dos: el financiero y el comercial. Argentina se benefició principalmente por el canal comercial, aunque en parte también pudo sacar provecho (indirectamente) del canal financiero. Jugó a favor un dólar débil a nivel mundial (apreciación del resto de las monedas), precios de *commodities* altos y un crecimiento sostenido del comercio internacional; y en menor medida, el flujo de capitales que tuvo como destino a los mercados emergentes.

No obstante, **los “años dorados” han quedado en el pasado y el mundo es otro**. En los próximos años los países desarrollados tendrán un crecimiento económico bajo, fundamentalmente en Europa y Japón, y los países emergentes que quedaron mejor parados luego de la crisis liderarán el proceso de crecimiento mundial. Ahora bien, **¿es este un buen contexto para la Argentina? Siempre y cuando la situación de Europa no se desmadre** (salida de algún país del Euro, *default*, quiebra de algún banco importante, etc.; cuyo efecto inmediato sería una reversión del flujo de capitales hacia EE.UU. con la consecuente apreciación del dólar), **es un contexto razonablemente bueno para nuestro país**.

Por un lado, que los países desarrollados tengan un crecimiento magro es sinónimo de **tasas de interés bajas y abundante liquidez** por un tiempo razonable, y por el otro, que los motores de la economía mundial sean los “chicos grandes” (China, Brasil e India) garantizan **precio de commodities** (fundamentalmente de los alimentos) **en niveles históricamente altos**.

labourcapitalgrowth

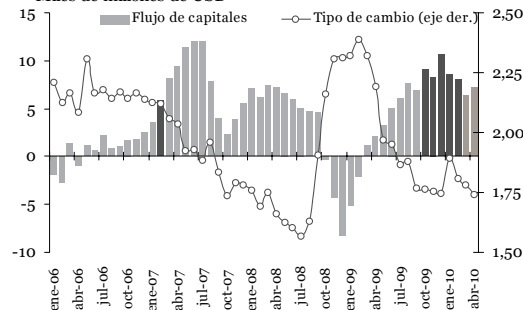
Castañeda 1873 – Oficina 17
(5411) 4787-2326
www.lcg.com.ar
contacto: info@lcg.com.ar

El efecto de las tasas de interés bajas para la Argentina es indirecto pero no menor. En primer lugar, acota el riesgo de salida de capitales por motivos externos. En segundo término, si bien el efecto del flujo de capitales externos sobre Argentina es marginal hay un detalle que es clave: **en Brasil el ingreso de capitales externos sí tiene un rol fundamental.** En caso de persistir las tasas de interés bajas, es probable que se mantenga el flujo de ingreso de capitales al país carioca, **manteniendo (¿artificialmente?) apreciado el real brasilero.** Que el principal socio comercial de Argentina tenga la moneda apreciada es siempre una buena noticia, y como mencionamos en el Informe Mensual de abril, el tipo de cambio real argentino todavía tiene un colchón de competitividad debido esencialmente a los niveles del real brasilero. Esto permite postergar por un tiempo el impacto negativo sobre la competitividad de la amplia brecha de inflación existente entre Argentina y el resto del mundo.

Por el lado comercial, **el fuerte crecimiento de países como China, India y Brasil garantiza buenos precios de los commodities.** Si bien la demanda mundial podría verse afectada por el menor crecimiento esperado para Europa, lo cierto que la Argentina exporta principalmente alimentos al viejo continente (que tienen una elasticidad ingreso muy baja).

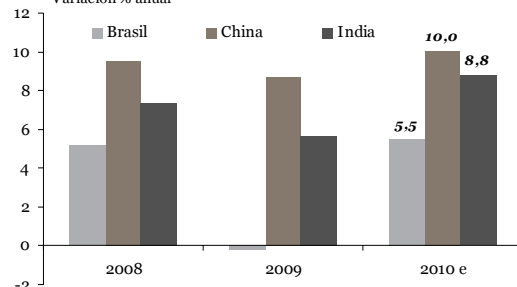
En resumen, pese a la crisis europea el contexto internacional sigue siendo relativamente favorable para nuestro país, aunque implica algunos riesgos potenciales. Obviamente, los problemas pendientes que tiene la economía argentina y cuya resolución el Gobierno posterga para más adelante (combate a la inflación, progresiva apreciación cambiaria, normalización del INDEC, racionalización del esquema de subsidios, financiamiento genuino del déficit, sostenibilidad del gasto público, etc.) siguen estando presentes. Si bien en comparación con otros episodios de crisis en el pasado la Argentina cuenta con herramientas para capear el temporal, lo

BRASIL Flujo de capitales y Tipo de cambio
Miles de millones de USD



Fuente: LCG en base a Banco Central de

PBI a precios constantes
Variación % anual



Fuente: LCG en base a WEO y Bloomberg
2010e: estimaciones WEO abril 2010

cierto es que los tiempos actuales de mayor volatilidad e incertidumbre mundial obligan a restablecer los pilares macro que se han visto progresivamente deteriorados en los últimos años.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.