

Un mundo en crisis (parte II)

Informe Mensual Julio

Lunes 01 de agosto de 2011

labourcapitalgrowth

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

Editorial

El kirchnerismo sufrió duros reveses en las elecciones recientes en la Capital Federal y Santa Fe. Pese a que la proyección nacional de los resultados es más bien acotada (por lo pronto, el principal beneficiado de los resultados recientes no cuenta con candidato a presidente propio), sí dejó en claro que, lejos de la percepción que quiso instalar el oficialismo, las elecciones de octubre no están definidas de antemano ni serán un paseo.

El principal ganador de los comicios santafesinos fue Del Sel (junto con Macri, el inventor de su candidatura) que con un notable segundo puesto quedó a sólo 3,6 pp de quedarse con la gobernación. Los otros contendientes sufrieron magullones de distinta gravedad. Para el socialismo implicó la pérdida de 13 pp con respecto al resultado obtenido en 2007 y la derrota a manos de María Eugenia Bielsa en las legislativas, que lo obligará a gobernar con minorías parlamentarias. En el caso de Rossi, quedó relegado por Del Sel al 3er puesto (con sólo el 22,8%) y apenas pudo conservar poco más de la mitad de los votos que recibió el conjunto del peronismo en las internas abiertas. Para saber cuánto de la diferencia entre Rossi y Bielsa (15 pp) se explica por las particularidades de la boleta única y cuánto por un posible “castigo” de la estructura del PJ santafesino al kirchnerismo deberá esperarse a las próximas elecciones nacionales.

En la Capital Federal el kirchnerismo se expuso inútilmente a una nueva derrota en 21 días, cuando la diferencia de la primera vuelta era a todas luces irreversible. Con el 35,8%, Filmus quedó 3,3 pp por debajo de lo obtenido en la segunda vuelta en julio de 2007; en octubre de aquel año CFK obtuvo el 24% de los votos en las presidenciales en la CABA. Distintamente, Macri disfruta de haber sido reelecto con mayor caudal de votos de los obtenidos en 2007, a la vez que astutamente insta al PRO a dar mini-apoyos territoriales a distin-

tas expresiones de la oposición, que es la forma más elegante de no apoyar a ninguno.

El cronograma electoral sigue en Córdoba (que luego de la ruptura con De la Sota el kirchnerismo mirará desde la tribuna) para culminar el 14 de agosto con la primaria abierta y obligatoria, que servirá como un indicador objetivo de dónde se encuentra parado cada candidato y que puede articular algunos acuerdos en la oposición de cara a octubre. Probablemente con la cabeza en las primarias, el kirchnerismo dio algunas señales mínimas de distensión: sorprendió con un llamado de felicitación a Macri y, después de no haber recibido a Rossi en Olivos (a diferencia de Bielsa y Perotti), aportó una mayor presencia gubernamental en el bunker de Filmus una vez conocida la derrota. ¿Cambio de estrategia después de las duras derrotas sufridas? El tiempo dirá.

Mientras la discusión pública en nuestro país se encuentra dominada por la secuencia eleccionaria, el mundo desarrollado volvió a dar malas noticias: apenas 14 meses después, fue necesario un nuevo paquete de rescate para alejar, al menos momentáneamente, a la economía griega del precipicio. Por si esto no aportara suficiente ruido, demócratas y republicanos se embarcaron en una inverosímil discusión presupuestaria que puso al país al borde del *default* y que terminó zanjándose al filo de la campana. Se trata de señales evidentes de que la crisis financiera está muy lejos de haber quedado atrás. Teniendo en cuenta que, producto de no haber enfrentado los problemas oportunamente, los colchones con que operaba la economía argentina se han ido achicando aceleradamente, vale la pena analizar cuáles podrían ser los impactos sobre los países emergentes (y sobre la Argentina en particular) de un empeoramiento del contexto internacional.

De rescate en rescate

Las últimas semanas parecieron un *déjà vu* de lo sucedido hace poco más de un año: tensión en los mercados por la situación de la economía griega, desplome en la cotización de los títulos públicos, idas y vueltas de las autoridades europeas, presión explícita de los EEUU para evitar el riesgo de contagio, negociaciones frenéticas de último momento hasta que finalmente llega la cuantiosa ayuda para calmar a los mercados. **¿Será distinto el resultado que un año atrás?**

El principal motivo que empantanaba las negociaciones fueron las discusiones entre las autoridades de Alemania y Francia con respecto al nivel del “involucramiento” del sector privado en el salvataje: eufemismo para referirse a las pérdidas que iban a tener que afrontar los bancos. Más allá de las presiones políticas domésticas que debe afrontar Merkel (por destinar el dinero que aportan los “plomeros alemanes” con el pago sus impuestos a financiar la irresponsabilidad fiscal griega), **la disputa se explicó esencialmente por la exposición diferencial de los bancos al riesgo griego:** es un 70% superior en Francia en términos absolutos (US\$ 57.000 M contra US\$ 34.000 M), a la vez que representa 1,8% del total de las posiciones externas del sistema bancario francés contra 1,2% en Alemania.

Por su parte, **el Banco Central Europeo (BCE) se opuso sonoramente a cualquier salida que incluyera un *default* explícito de la deuda**, con el argumento de que eso impediría la utilización de los títulos públicos griegos como activos colaterales para la asistencia financiera al sistema bancario heleno (además de impedir nuevas compras en el mercado secundario).

¿Cuál fue el resultado de estas discusiones internas, mientras la crisis amenazaba con propagarse al resto de las economías

comprometidas? **El acuerdo alcanzado inicialmente por Alemania y Francia**, que posteriormente se impuso al resto de los países miembros, **fue un híbrido intermedio** entre las distintas posiciones existentes y los limitantes que impone la estructura de funcionamiento político de la UE.

De acuerdo a los anuncios realizados, **el monto total del salvataje asciende a € 159.000 M** (70% del PBI griego), cubrirá el período 2011-14 y serán aportados de la siguiente forma: **la UE y el FMI contribuirán con € 109.000 M** (€ 67.000 M en nuevos préstamos más los € 42.000 pendientes del salvataje de may-10) **y el sector privado aportará € 50.000 M** (3/4 a través de aportes “voluntarios”¹ y 1/4 vía recompra de deuda), aceptando una quita del 21%. En comparación con el salvataje del año pasado, **se extienden los plazos del financiamiento** (pasa de 7,5 a un mínimo de 15 y un máximo de 30 años, con 10 años de gracia) y **se baja la tasa de interés** (de 4,5% a 3,5%).

Probablemente con la cabeza también en Irlanda y Portugal, **se anunció también una flexibilización en las condiciones de acceso al Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera (FEEF)** que, previa reforma al Tratado de Lisboa, podrá otorgar líneas de crédito de carácter preventivo, préstamos a gobiernos de los países socios para la recapitalización de instituciones bancarias, e incluso comprar deuda pública de los países en problemas a precios de remate en los mercados secundarios (siempre y cuando el BCE considere que se trata una circunstancia excepcional de mercado que comprometa la estabilidad financiera de la región).

En el cortísimo plazo, el salvataje fue suficiente para atemperar los temores de los mercados con respecto a un colapso financiero: el rendimiento de los bonos

¹ El sector privado podrá optar por extender el plazo de la deuda manteniendo el valor nominal, hacer *rollover* automático a 30 años al vencimiento o bien aceptar una quita y canjearlos por bonos a 15 o 30 años (según las garantías provistas).

griegos se redujo 900 pb (pasó de 33% a 24%). Aún con el alivio financiero generado, al día siguiente del anuncio la calificadora de riesgo Fitch bajó la calificación griega a “*default selectivo*” y posteriormente lo hizo S&P de CCC a CC. El tema es que mirando desde una perspectiva que exceda el cortísimo plazo, las dudas persisten: ¿será suficiente el plan para brindar algo más que alivio financiero temporario a la economía griega? ¿Podrá contener el contagio a otras economías comprometidas?. A la luz de la experiencia reciente, **los “efectos terapéuticos” de los salvatajes parecen ir disminuyendo con el paso del tiempo: 7 meses** pasaron entre el primer rescate a Grecia y el irlandés, el auxilio a Portugal se produjo **5 meses** después en mar-11, y apenas **90 días** después la economía griega volvió a necesitar un nuevo salvataje.

El “dracma” griego

Al menos en teoría, el propósito esencial del salvataje de may-10 era disipar las dudas con respecto al cumplimiento del pago de la deuda, de forma de ganar tiempo para hacer las correcciones fiscales necesarias para reducir el abultado déficit fiscal y lograr una rebaja de la tasa de interés que dinamizara la golpeada actividad económica. Como mencionamos en el Informe Mensual de Mayo de 2010, **el plan sólo permitió ganar tiempo evitando el *default* de la deuda pero al costo de prolongar la agonía de la economía griega.**

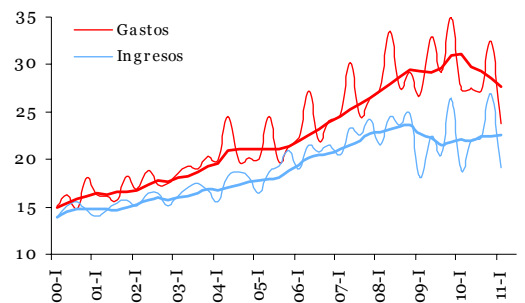
De igual forma que sucedió en la Argentina de 2001 con el “déficit cero”, **el ajuste fiscal en un contexto recesivo va corriendo permanentemente el arco en materia fiscal:** la reducción del gasto y suba de impuestos profundizan la caída del PBI, lo que a su vez impacta sobre la recaudación y obliga a nuevos ajustes fiscales, con las tensiones

políticas y sociales que eso genera. Pese a las distintas subas de impuestos implementadas (reducción de exenciones al IVA y elevación de la alícuota, impuesto a la ganancia presunta, impuesto al juego, carga especial a empresas rentables, revalúo inmobiliario, etc.), **el doloroso proceso de ajuste nominal se va dando muy lentamente:** durante el primer semestre la recaudación cayó **8,3%** con respecto a igual período del 2010, ubicándose **11,8%** por debajo de la meta presupuestaria. En el mientras tanto, **el PBI acumula una caída del 10% contra el máximo pre-crisis (3T-08) y se espera que este año caiga 2,5%, la industria manufacturera se contrajo 7% en los primeros cinco meses del año (todavía -25% contra el máximo previo) y el desempleo alcanza el 15%.**

La contracción de la economía y las crecientes dudas con respecto a la capacidad de repago del gobierno fueron minando progresivamente la confianza de los privados en el sistema bancario: la salida de depósitos se aceleró desde dic-09 y ya **acumula una caída del 19%.** Si bien de forma más lenta, la magnitud de la corrida contra los bancos resulta muy similar a la de la Argentina en 2001, aún cuando en el caso griego es mucho más costoso el abandono de la paridad cambiaria (en la Argentina “sólo” dependía de que el Congreso aprobara la modificación de una ley) e infinitamente mayor la capacidad de fuego y el respaldo provisto por la asistencia del BCE (durante la Convertibilidad el BCRA no tenía margen para actuar como prestamista de última instancia).

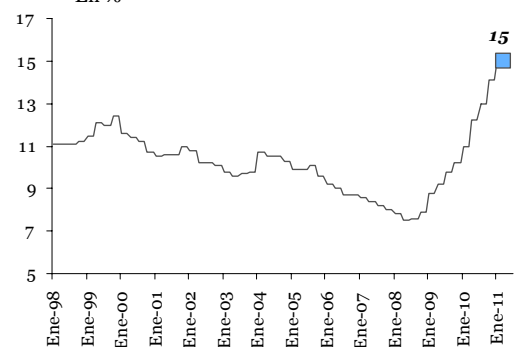
Precisamente, **son las crecientes dudas con respecto a la solvencia del sistema bancario en el caso de un eventual default, un factor de riesgo no menor que puede gatillar una profundización de la debacle de la economía griega:** entre préstamos y tenencia de títulos públicos el financiamiento de los bancos griegos al gobierno representa el 12,2% de su activo.

GRECIA: Situación fiscal
 En miles de millones de Euros



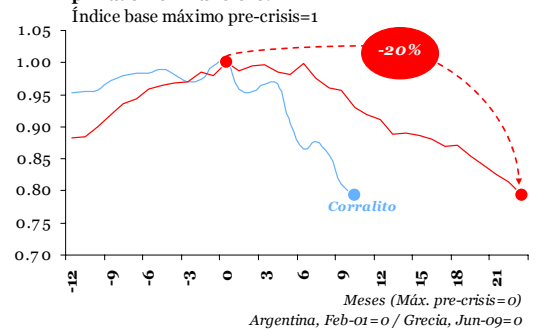
Fuente: LCG en base a Eurostat

GRECIA: Tasa de desempleo
 En %



Fuente: LCG en base a BCE

GRECIA vs ARGENTINA: Depósitos del sector privado no financiero.



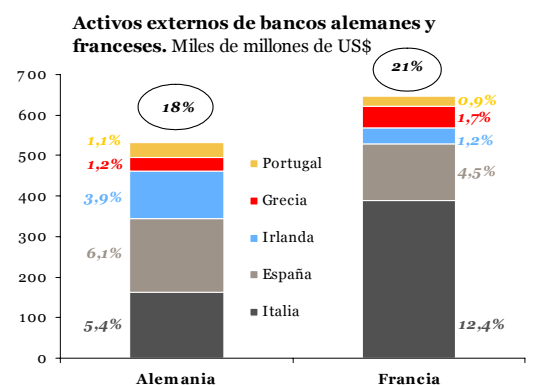
Fuente: LCG en base a BCRA y Banco de Grecia

En última instancia, **el problema es que los rescates no dan cuenta de los dos principales problemas que tiene la economía griega: a) un nivel de deuda pública que es a todas luces insostenible, y b) la imposibilidad de utilizar la herramienta cambiaria en el contexto de una economía en recesión y fuertemente apreciada.**

El ratio de deuda pública / PBI equivale nada menos que al 150% de su PBI (aumentó 50 pp desde el inicio de la crisis en 2008) **y las necesidades de financiamiento representan nada menos que 18% del PBI.** Para ponerlo en contexto, en la Argentina de 2001 dichos indicadores eran sensiblemente inferiores (54%² y 15% del PBI, respectivamente) y aún así la cesación de pagos se volvió inevitable.

No se avizoran salidas indoloras para la economía griega. Naturalmente, **la alternativa más cercana es la de defaultear** la deuda con una quita significativa que sincere la capacidad de repago de la economía. Aún abstrayéndose del impacto –para nada despreciable– que podría generar el contagio a otras economías con problemas de mayor relevancia en el sistema bancario europeo, **la pregunta central es si por sí sola dicha medida sería capaz para sacar a la economía del letargo. Y la respuesta es claramente no.**

En primer lugar, aún sin computar el pago de los intereses de la deuda la economía tiene un déficit primario equivalente al 1% del PBI (que actualmente financia con ingreso neto de capitales desde el exterior). Como consecuencia de ello, un *default* desordenado obligaría a la economía a un ajuste automático más acelerado para alcanzar el equilibrio de las cuentas fiscales, lo que profundizaría aún más el desplome



Fuente: LCG en base a BIS

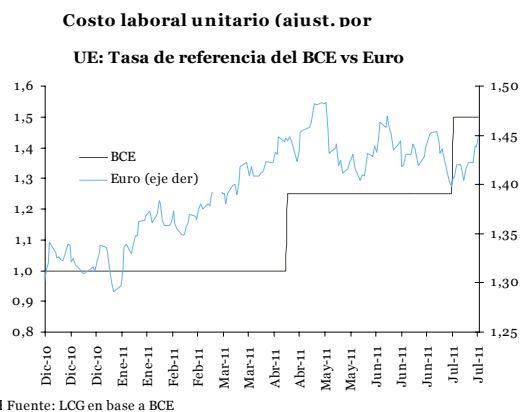
² Obviamente, el bajo coeficiente se explica también por el impacto que la apreciación de la moneda tenía sobre el cálculo del PBI en dólares.

de la actividad económica y pondría más presión por el frente político doméstico.

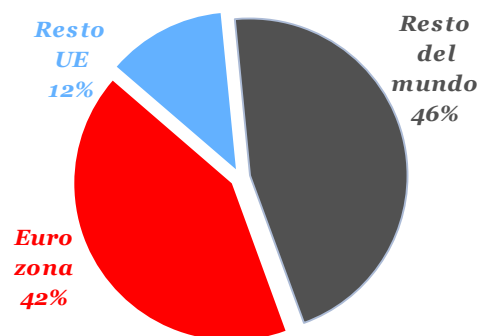
Y aún así, tampoco se encuentra cuál podría ser el factor capaz de dinamizar la actividad económica doméstica. **El problema estructural es la falta de competitividad de la economía griega y el acelerado proceso de apreciación real que tuvo lugar desde su ingreso al Euro:** el costo laboral unitario griego relativo al alemán resulta hoy un 36% superior que en el 2000. El déficit en cuenta corriente se mantiene en torno al 8% del PBI y el desequilibrio comercial se reduce muy lentamente (6% del PBI), producto del estancamiento de las importaciones y un crecimiento farragoso de los envíos al exterior.

¿Alcanzaría una devaluación del Euro para revertir este cuadro de situación? Más allá de la escasa predisposición de las autoridades alemanas de permitir una desvalorización del Euro que alivie la dramática situación de las economías periféricas (ya que priorizan la estabilidad de precios), lo cierto es que aún de ser el caso **el impacto sobre las cuentas externas griegas sería más bien acotado:** se trata de la economía con menor nivel de apertura de la Euro Zona (28% contra un promedio de 87%) y además el 42% del comercio exterior griego se realiza con los otros países de la Euro Zona (resultando insensible a cambios en la paridad de la moneda comunitaria).

Como mencionamos, **ni la cesación de pagos ni la depreciación del Euro parecen ser suficientes por sí solos para volver a poner a Grecia en el sendero del crecimiento económico.** Con el paso del tiempo, los límites parecen irse corriendo progresivamente: la alternativa de que Grecia abandone el Euro, impensada aún durante los episodios del año pasado, ya no luce descabellada en la coyuntura actual. Naturalmente, **los costos asociados a una salida del Euro son muy difíciles de cuantificar:** por lo pronto, que el nivel de depósitos en relación al PBI sea



GRECIA: Socios comerciales
En % del total



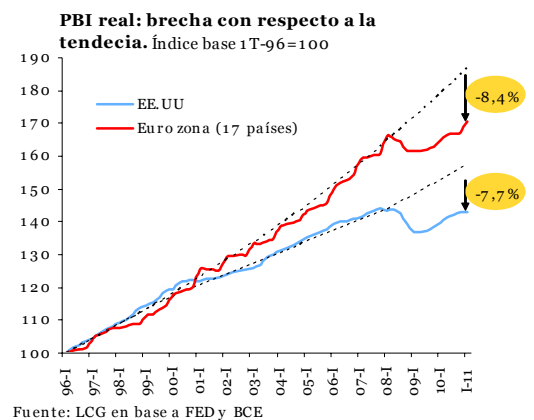
Fuente: LCG en base a Trade map

sustancialmente más elevado que en la Argentina de 2001 (98% vs 25%) hace que el costo fiscal de una eventual “dramatización” de los depósitos sea muchísimo más abultado. Pero no hay que perder de vista que si se mantiene el deterioro de la situación doméstica **los costos asociados a la permanencia pueden volverse aún superiores.** Difícilmente pueda ser una decisión deliberada y coordinada con las autoridades del bloque europeo; más bien es esperable que sea desordenado e impuesto por las circunstancias. **¿Cuál puede ser el detonante? Una profundización de la salida de depósitos que ponga en riesgo al sistema bancario griego.**

El mundo está loco, loco, loco

La rápida (y cuantiosa) intervención de los gobiernos de los países desarrollados, primero en materia fiscal y posteriormente monetaria, pudo ponerle un piso a la crisis y a la caída de la actividad económica. Sin embargo, y como repetimos reiteradamente, está muy lejos de haberla superado. Los desbalances mundiales no se han corregido, la recuperación de la actividad económica va perdiendo fuerza y se aleja de la tendencia previa a la crisis.

El caso europeo luce más complejo: el problema esencial es tener bajo el mismo paraguas monetario y cambiario a un conjunto de países con diferencias estructurales tan significativas (niveles de productividad, apertura, estructura productiva, regímenes previsionales, idiosincrasia, etc) **que se magnifican en el actual contexto** (actividad económica, desempleo, desequilibrio fiscal, solvencia del sistema bancario, etc). Brecha que se fue ampliando con el paso del tiempo, mientras el financiamien-

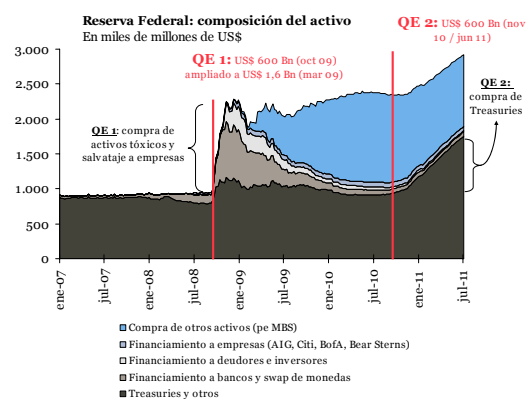


to barato –y prácticamente ilimitado- permitía posponer los ajustes necesarios.

Llegado el momento del ajuste, se hacen evidentes los problemas de coordinación y de toma de decisiones hacia el interior del bloque. Aún con muchos países en recesión y atravesando serias dificultades financieras, la opinión alemana de priorizar la lucha contra la inflación (porque se había “acelerado” a 2,7% ia, 0,7 pp por encima de la meta) prevaleció en el BCE y se decidió elevar la tasa de interés de referencia en abril y más recientemente en julio. Con la política monetaria hiper-expansiva de los EEUU, la suba de tasas no hizo más que fortalecer aún más al Euro (que alcanzó un valor de 1,48 a principios de mayo).

Así, **la política monetaria de todo el bloque queda subordinada a la situación puntual alemana**, que muestra una economía en pleno crecimiento (6,3% trimestral anualizada), una tasa de desempleo en valor mínimos de los últimos 20 años y un superávit en cuenta corriente del 6% del PBI. Distintamente, la suba de tasas y el fortalecimiento del Euro significaron un poco más de nafta para las economías periféricas de la Euro Zona. Así las cosas, **solo cabe esperar cuál es el próximo país que deberá solicitar un auxilio de emergencia.**

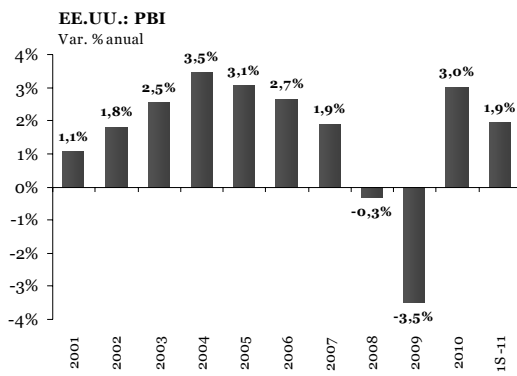
Pese a que la magnitud del problema parece ser menor en EEUU, las perspectivas futuras también muestran más dudas que certezas. Vedada la alternativa fiscal por las crecientes presiones del Partido Republicano, el gobierno debió apelar al estímulo monetario para dinamizar la actividad económica doméstica. El mercado respondió favorablemente ante cada anuncio de inyección monetaria. Pero en los últimos meses se observó un estancamiento en los indicadores financieros en la medida en que se



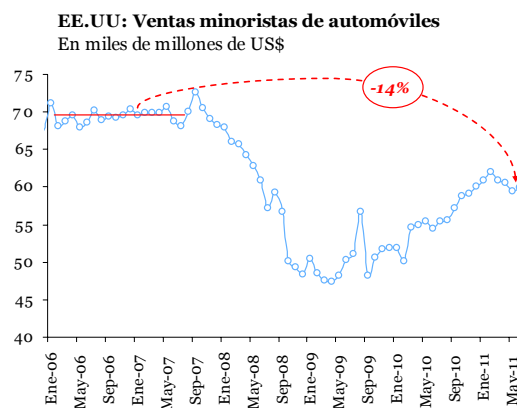
acercaba el final del QE2 (dejó de operar a fines de junio³) y Bernanke daba a entender que no lanzaría un QE3. En el mientras tanto, **la economía mostró signos desaceleración en el ritmo de crecimiento.**

En el segundo trimestre, la economía apenas creció al 1,3% trimestral anualizado y además fue rebajada a 0,4% (desde 1,9%) la tasa de crecimiento del primer trimestre. En el semestre el crecimiento es del 1,9%. **La recuperación de la economía se encuentra entre las peores desde la segunda guerra mundial: a pesar de que ya lleva dos años de crecimiento, aún no logra alcanzar el máximo previo a la crisis.**

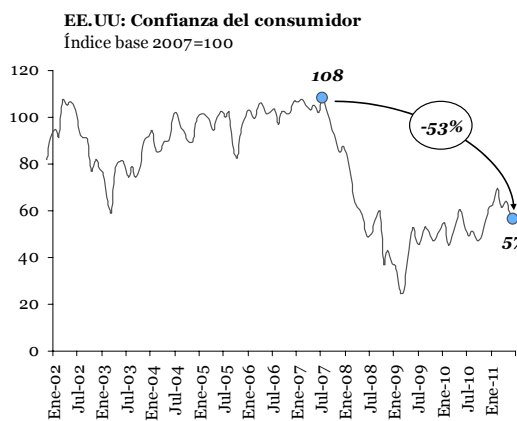
¿Cuál será el motor de la recuperación? ¿Habrá? En las recuperaciones pasadas el consumo privado fue el motor del crecimiento. Sin embargo, ahora los consumidores están en un período de desendeudamiento con lo cual castigan el consumo en pos de reducir sus pasivos y sanear sus balances. Sin dejar de mencionar que el desempleo alcanza a más del 9% de la población activa. El empleo sigue sin dar señales de recuperación: **de los 9 millones de puestos de trabajo perdidos en la crisis, sólo se recuperaron 2 millones** (sólo 700.000 en 2011). De hecho, **el consumo privado tuvo un crecimiento prácticamente nulo, 0,1% en el 2T-11, siendo la menor tasa de expansión desde que la economía volvió a crecer.** El consumo de bienes durables es el más castigado (cayó 4,4%): las ventas de automóviles todavía son 15% inferiores a los niveles previos a la crisis y caen desde febrero, el mercado inmobiliario permanece estancado y la confianza del consumidor volvió a caer fuerte en los últimos dos meses ubicándose en la mitad del valor de fines de 2008.



Fuente: LCG en base a BEA



Fuente: LCG en base a US Census Bureau



Fuente: LCG en base a Bloomberg

³ La Reserva Federal compró bonos del Tesoro a largo plazo por US\$ 600 miles de millones a cambio de inyectar este dinero en la economía. El programa estuvo vigente desde noviembre de 2010 hasta junio de 2011.

El sector público suele ser otro de los motores de las recuperaciones. Pero este impulsor que ya fue sobre-utilizado en los peores momentos de la crisis, ahora se quedó sin fuerzas y hasta hay peligro de que pueda fundirse. A contramano de lo que indican los libros, el sector público está en un proceso de reducción de gastos a nivel nacional y local. El consumo y la inversión pública siguieron cayendo por tercer trimestre consecutivo. En esta oportunidad la caída fue del 1,1% (acumulando una contracción del 3,5% en el primer semestre).

Así, las esperanzas se depositan sobre el comercio exterior. En la primera mitad del año, las exportaciones crecieron un poco más que las importaciones pero lo hicieron a una tasa menor que la de 2010. La expectativa es que en algún momento la debilidad mundial del dólar dinamice las ventas externas. Pero esto también depende fuertemente de la demanda internacional. Como vimos, Europa está en una situación muy complicada y Japón (uno de los principales socios de EE.UU.) quedó muy afectado luego del terremoto.

Por si este complicado cuadro de situación no fuera suficiente, demócratas y republicanos se embarcaron en una inverosímil discusión presupuestaria que generó aún más ruido en los mercados. **Más allá de que nadie dudaba con respecto a la capacidad de pago de la economía norteamericana** (basta ver los bajos rendimientos de los bonos del Tesoro) y se descontaba que finalmente se alcanzaría un acuerdo, la rígida posición de los republicanos obligó al gobierno de Obama a aceptar fuertes reducciones en el gasto (US\$ 900.000 millones en 10 años y 1,5 billones adicionales en una segunda etapa) sin aumentos impositivos, con tal de asegurarse la elevación del límite de endeudamiento hasta la finalización de su mandato presidencial. Las alarmas sobre una nueva recesión (*double-dip*) vuelven a encenderse. **La gran duda es si con la forzada reducción del gasto y sin nuevas inyecciones monetarias a la vista la eco-**

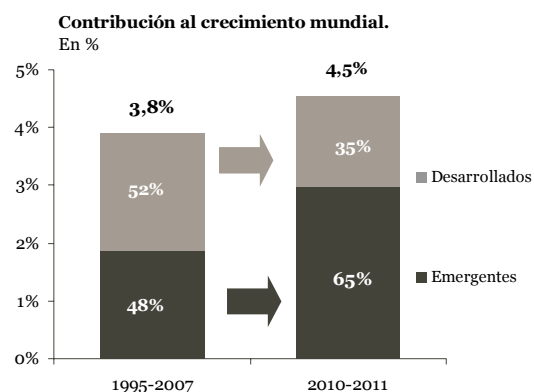
nomía norteamericana es capaz de retomar el ritmo de crecimiento por sí sola.

Los emergentes, ¿a salvo?

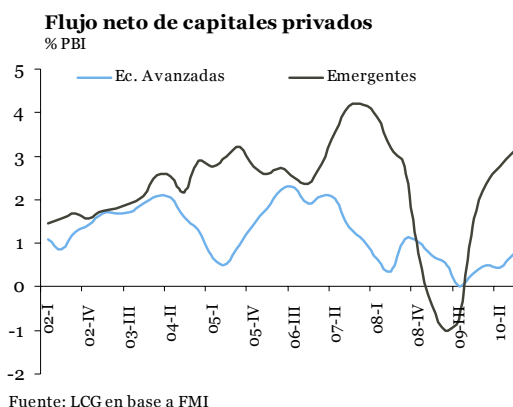
La crisis financiera internacional implicó un cambio de roles a nivel global. En esta nueva película aparecen los países emergentes como los actores principales y los desarrollados como los de reparto. **El rebalanceo de roles implica que ahora los emergentes son los motores del crecimiento mundial y los grandes protagonistas del flujo de capitales internacionales y del comercio exterior.**

En los últimos años el crecimiento mundial ha sido liderado por los países emergentes. Después de haber tocado fondo la crisis en 2009, la contribución al crecimiento de los países periféricos duplicó a la de los desarrollados. Tal es así que **en 2012 las economías emergentes tendrán el mismo tamaño que los países más avanzados del mundo** (cuando hace sólo 10 años estos últimos eran un 70% más grande).

El mayor crecimiento económico emergente está apalancado por la suba de los precios de los commodities y la liquidez internacional. Así, el aumento sostenido de sus exportaciones vía mayores precios (los países emergentes son exportadores netos de commodities) permiten financiar las importaciones y dinamizar el crecimiento de la economía sin generar restricciones financieras externas que pudieran limitar la expansión del ciclo. Además, el flujo de capitales a emergentes permitió reducir el costo del financiamiento y llevar a niveles históricamente bajos al desendeudamiento público. El ingreso de divisas por



Fuente: LCG en base a FMI



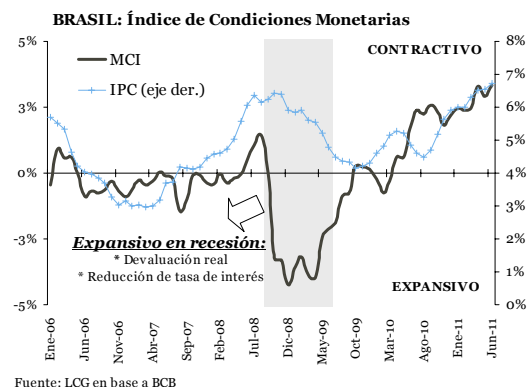
Fuente: LCG en base a FMI

el lado comercial como por el lado de la cuenta capital implicó un importante aumento de las reservas internacionales.

Sin embargo, administrar la bonanza también tiene sus complicaciones y riesgos. En la mayoría de los emergentes, los problemas comienzan a evidenciarse en dos frentes: apreciación de las monedas y presiones inflacionarias. El ingreso de capitales desde el exterior presiona a la apreciación de las monedas domésticas (haciendo cada vez más visible el riesgo de una enfermedad holandesa), mientras que la suba de los precios de los commodities, junto con el recalentamiento de sus economías, pone presión por el lado de los precios domésticos (en particular vía alimentos).

Estos dos factores (apreciación e inflación) van por caminos contrapuestos: la revalorización de las monedas contrapesa la suba de los precios y la inflación tiende a hacerle perder valor a la moneda. Sin embargo, **por el momento las economías están más preocupadas por la inflación que por la pérdida de competitividad de sus monedas. Por ejemplo, en Brasil la política monetaria tiene un claro sesgo contractivo para contener la suba de los precios.** Por el desvío de la meta inflacionaria el BCB (la inflación de 6,3% supera en 1,8 pp la meta anual) subió la tasa de interés de referencia Selic 5 veces en el año (1,75 pp). La suba de tasas de interés incentivan aún más el ingreso de capitales lo que retroalimenta la apreciación de sus monedas. En Brasil, el Real se encuentra en los menores niveles de los últimos 12 años. En el mismo sentido, en julio el Banco Central de China subió la tasa de interés por quinta vez en sólo 8 meses para contrarrestar la aceleración de los precios domésticos. Estos ya se encuentran creciendo por arriba del 6% anual y alcanzan los valores más altos de los últimos 3 años.

También hay factores que merecen ser tenidos en cuenta para analizar la posible sostenibilidad del ciclo virtuoso del mundo emergente. Hay fenómenos que están directamente

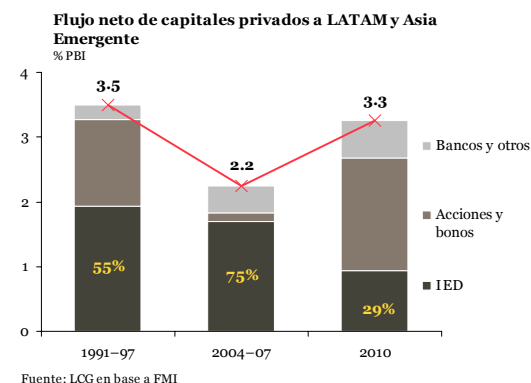
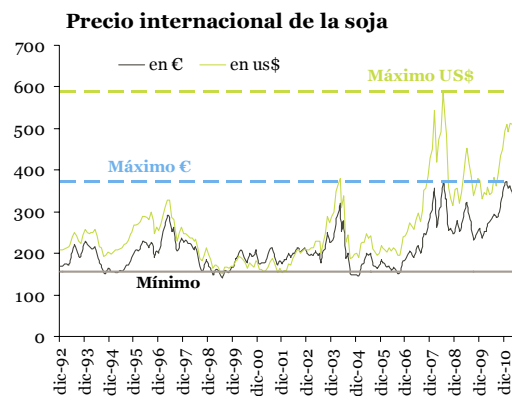


relacionados con la coyuntura actual y que podría revertirse en caso de que esta última cambiase. **En primer lugar, la suba del precio de los commodities tiene una gran parte de componente no estructural: devaluación del Dólar y especulación.** La política monetaria extremadamente laxa de los EE.UU. ha redundado en un marcado proceso de devaluación del Dólar y un fenomenal crecimiento de los derivados financieros. No es casualidad que el precio máximo que alcanzó la soja en los últimos años fue cuando el dólar tuvo su menor valor. De hecho, la brecha entre el precio mínimo y máximo de la tonelada de soja medido en dólares prácticamente duplica al valorizado en euros.

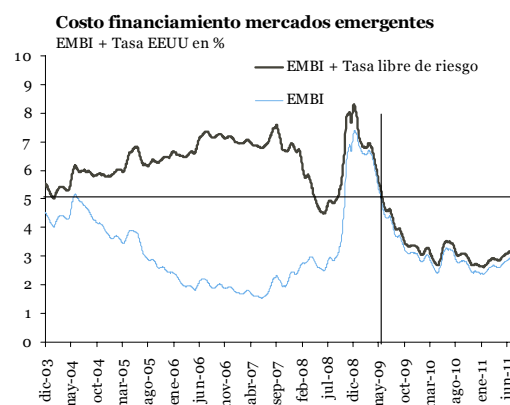
En segundo lugar, **el mayor flujo de capitales está más relacionado a lo financiero que a lo real.** En 2010, los ingresos por compra de bonos y acciones fueron 2,5 veces superiores a la Inversión Extranjera Directa (IED). Antes de la crisis, la IED llegó a representar tres cuartas partes del flujo privado total.

Finalmente, previo a que se desatara la crisis, los países emergentes podían endeudarse a un tasa del orden del 6%, en cambio ahora, el costo de financiamiento se ubican algo por debajo del 3%. Pero, no hay que dejar de tener en cuenta que **la reducción del costo de financiamiento de los mercados emergentes está condicionada a la tasa menor de interés de los instrumentos financieros con tasa libre de riesgo.** La tasa de EEUU se redujo entre 3 y 4 pp dependiendo el período considerado.

Queda claro que este contexto virtuoso también tiene sus contratiempos: dificultades para manejar la bonanza con la apreciación de las monedas y la suba de precios domésticos. Pero además, no hay que dejar de lado que parte de su estructura puede apoyarse sobre bases que no resulten del todo sólidas. Buena parte del *boom* está asociado a la súper expansiva política



Fuente: LCG en base a FMI



Fuente: LCG en base a JP Morgan y FED

financiera del primer mundo que inundó de liquidez a los mercados emergentes.

Piloto automático (y autista)

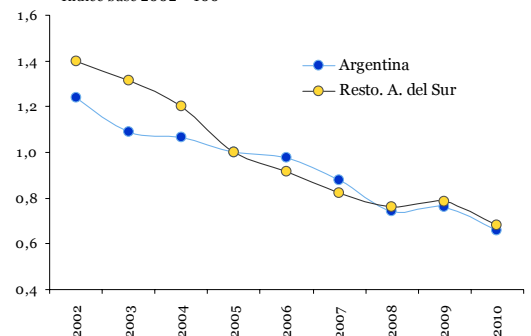
El mundo emergente es una cosa, Argentina es otra.

Mientras buena parte de Latinoamérica sufre presiones hacia la revalorización de las monedas domésticas debido al ingreso de capitales, **en la Argentina se fugaron no menos de US\$ 9.000 M en el primer semestre del año.**

Si bien el impacto directo por el canal financiero es más bien acotado, ello no quiere decir que la Argentina esté exenta de riesgos. Obviamente, el impacto directo por el canal financiero es más bien acotado. **Pero la Argentina también ha sufrido un acelerado proceso de apreciación real**, que en lugar de darse vía apreciación nominal como en el resto de la región es consecuencia de una inflación que se ubica persistentemente por encima del 20%. ¿Las implicancias a futuro son las mismas? Claramente no, porque mientras el resto de los países tiene aún disponible la herramienta cambiaría ante un cambio del contexto externo, **en el caso argentino el margen para utilizarla es muchísimo más acotado**: con una economía creciendo claramente por encima de su potencial y con una inflación clavada en 22%, hacerlo implicaría poner más presión por el lado de los precios (evaporando a corto plazo la ganancia de competitividad). Y difícilmente la debilidad actual del dólar se mantenga *ad eternum*...

Así, **las mayores vulnerabilidades provienen del frente externo: la pérdida de competitividad de la moneda y la elevada salida de capitales.** Aún con los mejores términos de intercambio de toda su historia, el crecimiento acelerado de las importaciones está reduciendo a

TIPO DE CAMBIO REAL contra DOLAR
 Índice base 2002 = 100



(*) Resto América del Sur promedio simple tipo de cambio nominal. Se excluye Ecuador (dolarización) y Venezuela (devaluación).
 Fuente: LCG en base a bancos centrales

pasos acelerados el superávit de la balanza comercial, que tendería al equilibrio en 2012. Como resultado de ello y de la aceleración en el ritmo de dolarización de carteras a partir de enero, **las reservas tendrán una caída de US\$ 1.500 M hacia diciembre**, a pesar de que sólo la suba del precio de la soja aportó US\$ 5.000 M adicionales.

¿Qué implica ello? Que, de mantenerse el ritmo de dolarización actual, **difícilmente se podrá seguir usando el Fondo del Desendeudamiento para pagar los vencimientos de la deuda en el futuro**. Si a ello se agrega una eventual corrección a la baja en el precio de los *commodities* (escenario que, como comentamos previamente, no se puede descartar de plano) queda claro que la economía argentina entraría en zona de turbulencias. **La corrección del rumbo económico no sería una decisión deliberada sino que estaría impuesta por las circunstancias.**

Pese al complejo escenario internacional y los riesgos latentes a futuro, la política económica sigue funcionando en “piloto automático-autista”. El Gobierno se hace el desentendido en materia inflacionaria, el gasto primario crece al 35% anual, no hay ningún indicio de coordinación en las negociaciones salariales y los agregados monetarios siguen creciendo al 40%.

La gran duda parece un *déjà vu* de finales de 2007: la resistencia a corregir el rumbo, ¿será por la creencia de que el “modelo” argentino es totalmente inmune al contexto internacional o sólo es una apuesta de cara a las elecciones presidenciales para hacer los ajustes necesarios después? **Ya sea con una mayor racionalidad en materia de económica que implique un giro significativo con el discurso previo** (moderación en el ritmo de crecimiento del gasto, mayor coordinación en las negociaciones salariales, lucha explícita contra la inflación, retorno al financiamiento externo, etc) **o bien con una desaceleración brusca en el ritmo de crecimiento derivada del empeoramiento**

de las condiciones macro (aceleración de la inflación, deslizamiento más acelerado del tipo de cambio, pérdida de reservas, ect), **las alternativas disponibles no están exentas de costos políticos.** En caso de ganar las elecciones, ¿la respuesta será ahora distinta que en 2007? Por lo pronto, **no hay duda que el margen de maniobra actual es sustancialmente más acotado.**

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.