



Universidad Católica Argentina - Facultad de Ciencias Sociales y Económicas

Rector: Pbro. Dr. Víctor M. Fernández

Decano: Dr. José María Dagnino Pastore

Programa de Análisis de Coyuntura Económica-PAC

Informe de Coyuntura Económica

Año 9 – Número 4 – 27 de Mayo de 2010

Índice

Editorial: Algunos fundamentos del “modelo inflacionario 2010”....	3
Columnas de Actualidad	6
➤ El impacto de la crisis europea.....	6
➤ La crisis griega y sus efectos sobre la Argentina.....	8

Editor: Dr. Ernesto A. O'Connor, Director del PAC

Consejo Consultivo: Dr. Patricio Millán, Dr. José María Dagnino Pastore

Columnistas: Lic. Nicolás Bridger, Lic. Gabriel Caamaño Gómez

Email: pac@uca.edu.ar

Tel: 54-011-4338-0834

El contenido del presente informe es responsabilidad de sus autores y no compromete la opinión de la Pontificia Universidad Católica Argentina. Se autoriza su reproducción citando la fuente

Resumen Ejecutivo

Editorial: Algunos fundamentos del “modelo inflacionario 2010”

Por Ernesto A. O'Connor

La economía argentina se encuentra claramente ante una nueva etapa, dominada por un nivel de inflación algo más elevado que en el pasado cercano. Entre 2002 y 2005, la economía creció al amparo de un tipo de cambio real alto, inflación contenida con salarios estancados y tarifas congeladas, y precios de commodities elevados. Entre 2006 y 2008, el crecimiento se mantuvo, pese al aumento de la inflación, a la caída del tipo de cambio real, y a los aumentos de salarios y de tarifas de servicios públicos, gracias al boom adicional de los commodities. Luego de la recesión de 2009, tanto mundial como nacional, la economía se ha reacomodado a partir de un nuevo set de precios relativos, determinados por una inflación que se ha instalado en torno al 25% anual, 10 puntos porcentuales por encima del nivel de 2009. La buena noticia es que la reactivación ha llegado. Pero el tema de la inflación no es, macro y microeconómicamente, una noticia no neutral.

Columnas de Actualidad

El impacto de la crisis europea

Por Nicolás Bridger

La situación financiera de algunos países de Europa, agrupados bajo el nombre de PIIGS (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España), estaban sobre el tapete desde que la economía norteamericana y los mercados se estabilizaran luego de la crisis de 2008/09. Sin embargo, con una intensidad y velocidad importante los mercados perdieron la confianza en la capacidad de pago de dichos países, obligando a una rápida y significativa reacción por parte de las autoridades de la Eurozona. Lo sucedido da cuenta de un contexto de alta incertidumbre en el que es difícil hacer pronósticos. De ser el problema de los PIIGS meramente la punta del iceberg de un proceso de mayor magnitud la economía argentina no estará exenta, más allá de un horizonte de corto plazo que luce despejado.

La crisis griega y sus efectos sobre la Argentina

Por Gabriel Caamaño Gómez

La crisis griega ya trascendió las fronteras de ese país y se convirtió en un problema de toda Europa y en un importante desafío para la economía mundial. El blindaje dispuesto sólo sirve para ganar el tiempo suficiente para poder aplicar las reformas y ajustes necesarios para superar la cuestión de fondo en España, Portugal, Italia y Grecia. En ese contexto, sería, al menos, ingenuo pensar que la misma no tendrá efectos sobre la economía local. Al respecto, esperamos que el proceso de apreciación real del peso y la estabilidad de los precios de nuestros productos de exportación en torno a los valores actuales se vean reforzados por el mayor nivel de aversión al riesgo y el menor dinamismo esperado para la economía mundial. En tanto, será muy difícil, sin medidas correctivas adicionales, acceder al mercado internacional de capitales.

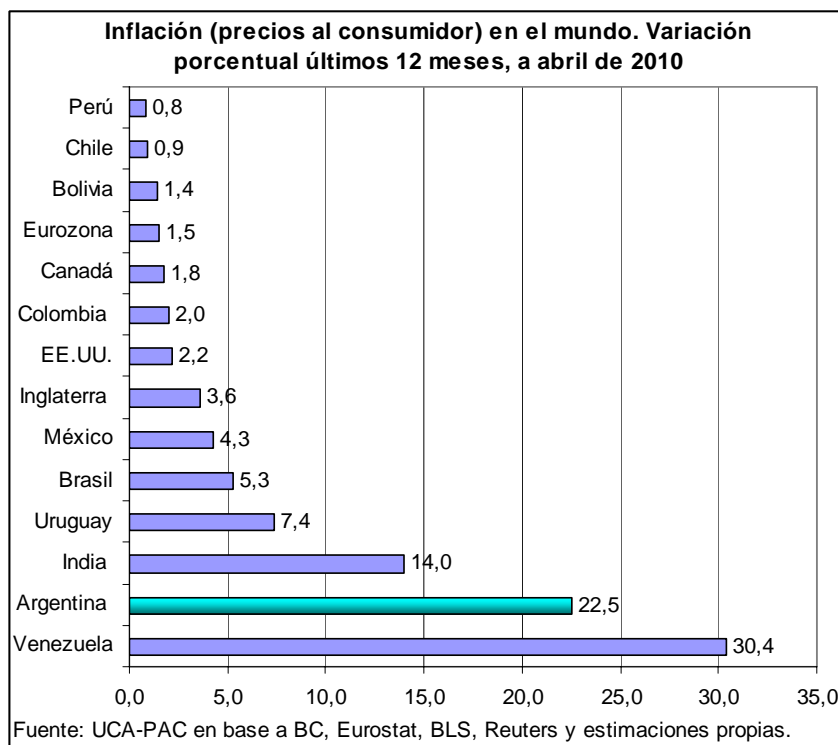
Editorial

Algunos fundamentos del "modelo inflacionario 2010"

Por Ernesto A. O'Connor¹

La economía argentina se encuentra claramente ante una nueva etapa, dominada por un nivel de inflación algo más elevado que en el pasado cercano. Entre 2002 y 2005, la economía creció al amparo de un tipo de cambio real alto, inflación contenida con salarios casi estancados, tarifas congeladas, y precios de commodities elevados. Entre 2006 y 2008, el crecimiento se mantuvo, pese al aumento de la inflación, a la caída del tipo de cambio real, y a los aumentos de salarios y de tarifas de servicios públicos, gracias al boom adicional de los commodities. Luego de la recesión de 2009, tanto mundial como nacional, la economía se ha reacomodado a partir de un nuevo set de precios relativos, determinados por una inflación que se ha instalado en torno al 25% anual, 10 puntos porcentuales por encima del nivel de 2009. La buena noticia es que la reactivación ha llegado. Pero el tema de la inflación no es, macro y microeconómicamente, una noticia no neutral.

Ante todo, la inflación es una cuestión relativa, pues la tasa actual es alta o baja en relación a lo observado en el mundo. Al respecto, se confirma que se trata de una de las tasas más altas del mundo, hecho que afecta a la economía, si se parte del supuesto de que la inflación genera mayores efectos negativos que positivos.



¹ Director del PAC. Profesor de Crecimiento y Desarrollo Económico (UCA) eoconnor@uca.edu.ar

Acerca de las causas de la inflación, se han argumentado en la historia varios enfoques. Los principales son los monetarios y los estructuralistas. Para algunos, la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario", pues el Banco Central convalida las presiones inflacionarias con mayor emisión de dinero y con tasas de interés reales negativas. Esto ha venido ocurriendo en la Argentina en los últimos años. En el otro extremo, se puede sostener que "la inflación se origina en desequilibrios en la estructura de la oferta productiva", pues la demanda exige productos que la elasticidad de la oferta no alcanza a producir, con lo cual el resultado es una suba de precios. Menos contundente es el argumento, sostenido por algunas fuentes del oficialismo, de que "la inflación se debe al proceso de re-marcación de precios de los empresarios".

Sea cual fuere la causa, aún un combo de lo anterior, lo cierto es que la inflación no tiene efectos neutrales. En el siguiente cuadro, se tiene un detalle de los efectos positivos y negativos sobre la economía argentina de 2010.

Desde la perspectiva de 2010, la inflación genera dos claros ganadores: el Estado Nacional, y los sindicatos de mayor peso relativo.

- ✓ El Estado se hace de mayores fondos, tanto al gravarse la base imponible con nuevos niveles, como al cobrar el impuesto inflacionario. En el primer caso, si la inflación es del 25% y lo presupuestado es de 7%, la diferencia arroja \$ 22.000 M adicionales sólo por impuestos. Lo mismo se aplica a los pagos por seguridad social, que engrosan la caja nacional de la ANSeS. Considerando la base monetaria se llega a una cifra similar, aplicándole la tasa de inflación, se llega a \$ 23.500 M. Desde el punto de vista del gasto, el problema es que se relativizan las asignaciones nominales del Presupuesto, y se exacerbaban las posibilidades de reasignación de partidas, nuevas y anteriores. Con respecto a los planes sociales, la inflación los estimula, pero con ellos, crece el riesgo del clientelismo político.
- ✓ Por el lado de los sindicatos, aquellos con mayor peso obtienen mayores recomposiciones salariales, incluso por encima de la inflación, como ser los de la alimentación y los de comercio, realimentando la puja distributiva, y la propia inflación.

Para el resto de la economía la inflación genera costos. Esto se observa en la producción, por ejemplo.

- ✓ La actividad económica está rebotando de la recesión de 2009. La industria manufacturera creció 6.9% anual en abril (OJF), con 5% en el primer cuatrimestre, liderada por la industria automotriz (ventas internas y hacia Brasil) y la maquinaria local, con caídas en alimentos y bebidas en el mes de abril, lo que ratifica la inercia lenta del consumo privado y los problemas de pobreza, de la mano de la inflación. La rentabilidad empresaria se ve afectada, y con ella la capacidad de crear empleo genuino, pues la inflación implica suba de costos salariales y de servicios públicos, y la lenta recuperación del consumo de los bienes y servicios producidos. La inversión crece menos –salvo la construcción– por dificultades a la hora de comparar la TIR con el costo intertemporal del dinero.

La inflación y sus efectos

externalidades negativas	externalidades "positivas"
<p style="text-align: center;">Efectos monetarios</p> cae el valor del dinero nacional aumenta el ahorro en moneda extranjera	<p style="text-align: center;">Efectos monetarios</p> ninguna
<p style="text-align: center;">Efectos reales</p> pérdida de competitividad de las exportaciones atraso del tipo de cambio real cambio de precios relativos reduce la inversión por TIR muy volátiles	<p style="text-align: center;">Efectos reales</p> ninguna
<p style="text-align: center;">Efectos sociales</p> aumento de la puja distributiva aumento de la inequidad: es el impuesto más regresivo	<p style="text-align: center;">Efectos sociales</p> mayores aumentos de salarios para sindicatos de mayor peso mayores planes sociales para mitigar sus efectos
<p style="text-align: center;">Efectos fiscales</p> pérdida de importancia de los presupuestos públicos deterioro de la transparencia fiscal efectos del impuesto inflacionario en el mediano plazo	<p style="text-align: center;">Efectos fiscales</p> aumento de los ingresos fiscales por mayor base imponible impuesto inflacionario no percibido por los agentes

Fuente: UCA-PAC

- ✓ Para las exportaciones, es menor el tipo de cambio real, y menor la competitividad frente a las producciones de otros países, por mayores costos relativos. Co todo, la recuperación de las exportaciones se debe a dos factores clave: la mayor cosecha y la nueva demanda desde Brasil, hechos que permiten minimizar la pérdida de competitividad por inflación.
- ✓ Los efectos fiscales no son todos positivos: cae la transparencia fiscal, y los presupuestos pierden importancia y claridad, y con ello la gestión pública.
- ✓ Por último, socialmente, la inflación exagera la puja distributiva, y esto genera ganadores y perdedores, con aumento de la inequidad, porque la inflación es el impuesto más regresivo, y porque los más pobres no tienen capacidad de respuesta.

En definitiva, si la economía crece en 2010, con un pronóstico que sigue en el 4% anual, será tanto por un rebote sobre la caída de 2009, que había sido del orden de 3.5% anual, como por un modelo de redistribución donde el Estado nacional se hace de fondos crecientes, y mantiene un esquema de gasto público, planes sociales y estímulos al consumo, frente al resto de la economía que busca sortear el problema inflacionario.

Entre tanto, el contexto internacional es cada vez más incierto, con la crisis de los países PIIGS de la UE. La principales preguntas son si la crisis griega es temporaria o se prolongará en el tiempo, y si habrá contagios, y de que tipo, a otros países algo endeblados de la región, como Portugal, España, Italia o Irlanda. La devaluación del euro implicará menores precios para los commodities, con un

dólar más fuerte, y una menor demanda de importaciones tanto europea como mundial. El mayor proteccionismo global es un escenario que no debe descartarse de ningún mapa futuro. Esto afecta en lo inmediato al canje de deuda, con una tenue aceptación del 45% en su primer tramo. Pero en el mediano plazo, puede ir cambiando algunas tendencias de la economía internacional. Menor comercio, precios de commodities estables o más bajos que los actuales, y un mayor proteccionismo, serían sin dudas noticias no positivas para la Argentina, un país que ha basado su crecimiento en factores exógenos, y no endógenos, a lo largo de su historia de doscientos años.

[Volver al Índice](#)

Columnas de Actualidad *

El impacto de la crisis europea

*Por Nicolás Bridger**

La situación financiera de algunos países de Europa, agrupados bajo el nombre de PIIGS (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España), estaban sobre el tapete desde que la economía norteamericana y los mercados se estabilizaran luego de la crisis de 2008/09. Sin embargo, con una intensidad y velocidad importante los mercados perdieron la confianza en la capacidad de pago de dichos países, obligando a una rápida y significativa reacción por parte de las autoridades de la Eurozona.

Situación de los PIIGS

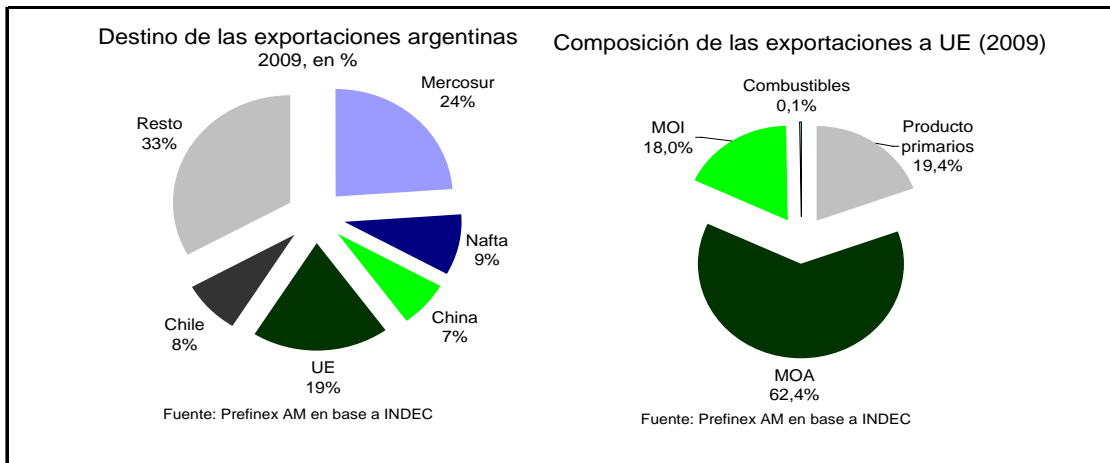
	Resultado primario 2009	Deuda pública	Desempleo	Var. PIB
	En % del PIB		En % de la PEA	2010
Portugal	-7,8	80	9,5	0,3
Irlanda	-10	37,1	11,8	-1,5
Italia	-3,9	115,8	7,8	0,8
Grecia	-13,1	125,7	9,4	-2,0
España	-8,4	42,4	18	-0,4

Fuente: Prefinex AM en base a WEO Outlook Abril 2010

*Los artículos publicados son responsabilidad de sus autores y no comprometen la opinión de la Universidad Católica Argentina.

* Economista (UCA). Analista de Pefinex. Profesor de Finanzas I (UCA)
nbridger@prefinex.com.ar

En este caso, el salvataje comprende más de US\$ 1.000.000 millones e involucra garantizar deudas y la posibilidad de que el Banco Central Europeo pueda comprarle a los bancos los títulos públicos y privados en sus carteras. Si bien el plan les compra tiempo a estos países no resuelve per se los problemas de solvencia y de falta de competitividad de sus economías. Por lo tanto no se puede garantizar el éxito de los procesos para corregir los desequilibrios macro teniendo en cuenta el corsé que impone la ausencia de políticas monetarias propias y el hecho de que la recesión que enfrentan puede verse agravada por políticas de menor gasto público. A esto se suman los problemas de coordinación de los países miembros de la región asociados a los diferentes objetivos políticos que persiguen.



Esta reflexión sobre lo que está sucediendo en el Viejo Continente da lugar lógicamente a la pregunta sobre el impacto de dicho contexto en la economía local. Los canales de transmisión de shocks externos sobre los niveles de actividad son:

Canal comercial. Precios y cantidades del comercio exterior argentino. Las exportaciones hacia Europa representaron el 19% del total en 2009, las cuales podrían verse afectadas por un crecimiento económico bajo y un euro depreciado. Sin embargo más del 80% lo representan los productos primarios y las MOA (manufacturas de origen agropecuario), de menor volatilidad ingreso que los productos industriales. El crecimiento pujante de Brasil y China sumado al mejor rinde agrícola garantizan una recuperación de las exportaciones argentinas luego de 20% de caída (valor) el año último.

Canal financiero. Flujos de capitales. Los problemas griegos han generado ruidos en los mercados financieros, dando lugar al flight to quality (en este caso el Dólar y el oro) e impactando negativamente en el riesgo asociado a los países emergentes. Sin embargo la suba del riesgo país no pone en peligro el éxito del canje de deuda, aunque si hace inviable la emisión de nuevos títulos a tasas menores a un dígito.

En este sentido, el hecho de que el gobierno argentino haya decidido “vivir con lo nuestro” desde 2007 hace que la ausencia de financiamiento externo no sea traumático, aunque obligará a una mayor creatividad por parte del Ministerio de Economía para cerrar los números fiscales con recursos intra-sector público (BCRA, ANSES, Banco Nación). Por su parte, el elevado resultado comercial

garantiza que cualquier salida privada de capitales no genere tensiones importantes en la cotización del tipo de cambio, aunque debe monitorearse de cerca como evoluciona el valor del real brasileiro.

En resumen, en la medida en que la crisis europea esté encapsulada en un grupo reducido de países el contagio sobre los niveles de actividad local debería ser limitado, al depender la economía del precio de la soja y del rinde de la cosecha agrícola y no del acceso al financiamiento externo. El plan anunciado por las autoridades europeas cuenta con los instrumentos para inmunizar al sistema financiero de los países centrales (elemento amplificador de cualquier crisis) de posibles futuras reestructuraciones de deuda de los PIIGS y señala que las autoridades están dispuestos a defender al euro cualquiera sea el costo.

Conclusiones

Desde ya que lo sucedido da cuenta de un contexto de alta incertidumbre en el que es difícil hacer pronósticos. De ser el problema de los PIIGS meramente la punta del iceberg de un proceso de mayor magnitud la economía argentina no estará exenta, más allá de un horizonte de corto plazo que luce despejado.

[Volver al Índice](#)

La crisis griega y sus efectos sobre la Argentina

*Por Gabriel Caamaño Gómez*³

La crisis griega y sus implicancias para la economía mundial

A mediados de mayo Europa y el FMI decidieron implementar un inédito paquete de ayuda para disipar los temores de default respecto de los miembros más débiles de la Eurozona: Grecia, Portugal, España e Italia (en la jerga financiera: "PIGS"). Como suele suceder en estos casos, los mercados reaccionaron positivamente con la noticia, pero luego se sumergieron nuevamente en el tobogán de la volatilidad al tiempo que la novedad comenzaba a ser digerida, se conocían las primeras reacciones y se analizaban los desafíos. Al respecto, vale la pena empezar el presente aclarando algunas ideas.

En primer lugar, el paquete dejó en claro una cuestión clave: este ya no es un problema que incumbe sólo a Grecia o a los "PIGS". Por el contrario, incumbe a toda Europa y al resto del mundo desarrollado. De allí, que del temblor financiero no se haya salvado casi ningún mercado.

En segundo lugar, y en consecuencia, no sería correcto afirmar que se trata de un episodio aislado y ya decididamente superado. Por el contrario, esta es una secuela de la crisis financiera internacional que se inició a mediados de 2007 y

³ Economista (UCA). Economista Jefe Joaquín Ledesma & Asoc. Profesor Economía Argentina (UCA). gcg@joaquinledesma.com.ar

que, como estos acontecimientos vienen a recordar, aún no ha sido definitivamente superada.

Europa ha sido el bloque más castigado por la crisis y el grupo de economías desarrolladas al cual más le está costando recuperarse. En consecuencia, los miembros más débiles de la eurozona enfrentan un problema de "insolvencia dinámica". España, Grecia y Portugal no están a la altura de Alemania desde el punto de vista del nivel de productividad de su fuerza laboral y la dinámica o tasa de crecimiento de largo plazo de esta última, con lo cual el euro y su relación con el resto de las monedas del mundo no es lo mismo para cada una de esas economías.

El bajo ritmo de crecimiento esperado para las economías más débiles (productividad poco dinámica) y sus déficits estructurales (envejecimiento de la población) ponen en duda su capacidad futura de pagar las abultadas deudas públicas (las que los paquetes de incentivos fiscales vinieron a incrementar significativamente). Asimismo, la ausencia de una política monetaria nacional que implica la pertenencia a la zona del euro, les implique aplicar un ajuste de corte inflacionario y devaluatorio.

Para colmo de males, ninguna de ellas había mostrado decisión a la hora de avanzar en la aplicación de reformas estructurales sobre el mercado laboral y los sistemas de seguridad social, dotando a la economía de mayor flexibilidad y reduciendo los déficits fiscales estructurales. Con lo cual, la desconfianza es aún mayor.

En tercer lugar, el "blindaje" o paquete de ayuda sólo sirve para comprar tiempo. Ese tiempo puede ser utilizado de distintas maneras: para encarar un proceso de reestructuración de deuda pública (canjes), para comenzar a aplicar las reformas necesarias y/o para "hacer la plancha". En este último caso, la historia termina mal. Cuestión que ya demostró Argentina en 2001-2002.

En cuarto lugar, hay que dejar de lado la visión apocalíptica y clarificar en un aspecto: este no es el fin del euro. Sí es uno de esos "cachetazos" con alta dosis de realidad que de vez en vez aplica la vida. Europa aún no está en condiciones de remplazar a EE.UU. como motor del crecimiento mundial. Como tampoco lo estuvo Japón en su momento.

La zona del euro es una bolsa con un contenido heterogéneo en cuanto a productividad laboral, flexibilidad y dinámica se refiere. A la cabeza está Alemania y en lote del fondo Grecia y Portugal.

Alemania puede disputarle el puesto a EE.UU. en cuanto a dinamismo, flexibilidad e innovación se refiere. Sin embargo, en tamaño y relevancia para la economía mundial EE.UU. es muy superior. Cuando se agrega toda la zona del euro, la diferencia entre tamaño y la relevancia entre uno y otro se achica. Sin embargo, el nivel promedio de productividad, dinamismo y flexibilidad de la zona del euro se reduce significativamente respecto del que muestra Alemania en solitario, pues se han incorporado economías que corren bastante por detrás en cada uno de esos conceptos. Con lo cual, EE.UU. vuelve a ganar en la comparación.

Por lo tanto, el euro no es la moneda destinada a destronar al dólar. Sólo aparece como una alternativa fuerte para diversificar los portafolios de los inversores, cuestión que no es menor.

La que si podría suceder al dólar, en cuanto a proyección, es el Yuan chino. Pero, para que eso ocurra aún falta mucho camino por recorrer desde el punto de vista del crecimiento de China y su flexibilización y apertura respecto del resto del mundo.

Implicancias de la crisis griega para el contexto externo que enfrenta la Argentina

A) Se confirma que los precios internacionales de nuestros productos de exportación no volverán a los niveles previos a la crisis y que es muy probable que se mantengan fluctuando en los niveles del primer trimestre de 2010 durante un período considerable.

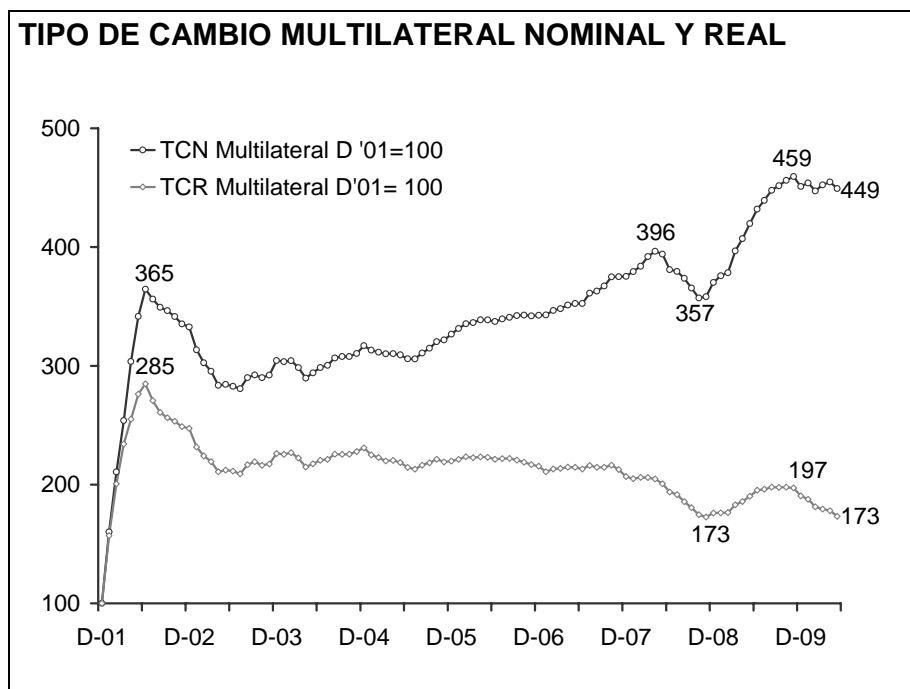
La soja es el ejemplo paradigmático. El máximo precrisis internacional resulta 71% superior al precio actual del mismo grano medido en dólares. Lo mismo ocurre para la mayoría de los productos de exportación. A tal punto eso es cierto, que el índice promedio de precios de exportación del primer trimestre del año 2008 resultan 21% superiores a los del primer trimestre de 2010. Pero la cuestión más importante, es que, dado el mayor nivel de incertidumbre y la reducción de las perspectivas de crecimiento que suponen las medidas a aplicar por buena parte de Europa para superar la actual situación de crisis y sus efectos negativos sobre la tasa de crecimiento esperada para China, resto de Asia y Sudamérica, vía menor demanda de exportaciones, refuerzan y confirman esa expectativa.

B) El proceso de apreciación real del peso argentino se sostendrá, y será reforzado vía una menor fortaleza del euro. Los únicos que pueden amortiguarlo son Brasil y Chile.

El tipo de cambio real con el euro, el dólar y el yuan, computado con las cotizaciones registradas durante los días transcurridos de mayo de 2010, se encuentran en sus niveles mínimos desde la salida de la convertibilidad. Aún más, están por debajo de los mínimos alcanzados durante el segundo semestre de 2008, momento en el que se hizo evidente el atraso cambiario, dando pie a un ajuste cambiario gradual en torno a 20% que caracterizó buena parte de 2009.

En la vereda de enfrente están el tipo de cambio real con la moneda brasileña, el peso chileno y el peso uruguayo, que si bien se viene apreciando a un ritmo considerable tienen un punto de partida más holgado y, por lo tanto, aún se ubican a niveles muy superiores a los correspondientes a los mínimos registrados durante el segundo semestre de 2008.

En consecuencia, si se considera la canasta de comercio por destinos de exportación del año 2007, el último año normal, se observa que hoy tenemos distintos grados de atraso cambiario con China, EE.UU., la Unión Europea, México y Japón, por nombrar a los más importantes, lo que equivale casi 40% de nuestros mercados destinos. En tanto, aún no estarían en esa situación el 35% de nuestros mercados de exportación (Brasil, Chile, Uruguay y resto de limítrofes y sudamericanos) Los que quedan afuera (25%), están más cerca del atraso, que de no estarlo.



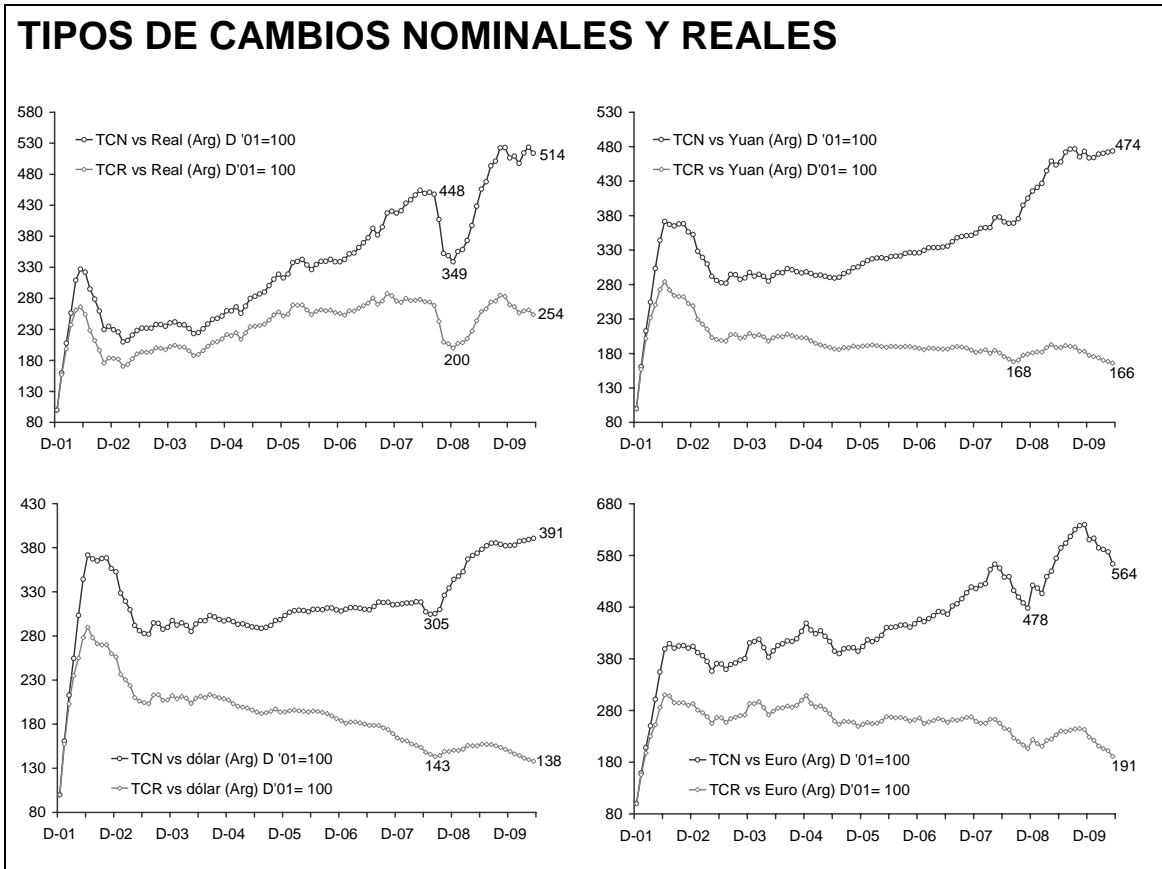
Si en cambio se considera la canasta de exportaciones pero de productos, se observa que más de 70% de lo que exportamos son commodities agrícolas, mineros y sus derivados industriales. En todos los casos, los precios son fijados en el mercado internacional en monedas fuertes (dólar, euro o libras, según sea el caso). Todas monedas con las cuales ya tenemos distintos grados de atraso cambiario. Con lo cual, al menos 70% de los sectores exportadores locales, y la cadena agroindustrial en particular, comienzan a experimentar problemas evidentes de rentabilidad bajo o nula.

A tal punto eso es cierto, que si se calcula el Tipo de Cambio Multilateral Real (TCRM) se observa que el mismo se ubica prácticamente al mismo nivel que el mínimo registrado durante el segundo semestre de 2008, cuando, como ya señalamos, el atraso cambiario fue evidente. La diferencia, es que la mayor parte del atraso registrado en ese entonces era explicado por Brasil, Chile y Uruguay. Ahora, en cambio está siendo explicado por los desarrollados. Pero lo más preocupante, no es el nivel, que ya tiene olor a problemas para buena parte de la economía real, sino la dinámica esperada para esta variable, cuestión que la crisis europea viene a reafirmar.

Antes de la crisis griega, el proceso de apreciación real del TCM de la Argentina era explicado por el elevado diferencial existente entre la tasa de inflación local y la de nuestros socios comerciales más importantes o la tasa de crecimiento de los precios internacionales de nuestros productos de exportación. En ese contexto, la apreciación nominal del real, el peso chileno y el peso uruguayo respecto de las monedas de los países desarrollados servían como amortiguadores.

Sin embargo, ahora se ha sumado una fuerza adicional. El fortalecimiento del dólar ante el nuevo incremento del nivel de incertidumbre mundial ha generado una significativa depreciación del resto de las monedas desarrolladas y revirtió, al menos, en parte el proceso de apreciación de las monedas de los partidos limítrofes.

Con lo cual, el proceso de apreciación real del peso se acelerará y profundizará, a menos que se introduzcan ajustes en la cotización nominal del dólar en la plaza local. Ajustes que, como explicamos más adelante, pueden tener costos considerables para la economía local y, en consecuencia, no serían políticamente correctos en el contexto de la carrera presidencial próxima a iniciarse.



C) Aún con un canje exitoso y sin mediar otras medidas adicionales, es poco probable que la Argentina vuelva a endeudarse en el mercado internacional de capitales a un costo financiero de un dígito.

El incremento de la aversión al riesgo se traduce en un aumento de las primas de rendimiento exigidas a los activos riesgosos, como ser la deuda soberana local. En consecuencia, un riesgo país superior a los 700 puntos básicos, implica para la Argentina un costo financiero en dólares significativamente superior al 10% nominal anual para acceder al mercado de capitales internacional. Todo esto con un canje de deuda pública en default en marcha y con un alto nivel de aceptación descontado. En otras palabras, la posibilidad de emitir deuda pública en el mercado internacional a tasas razonables está vedada, mientras el actual contexto se sostenga. Exactamente lo mismo ocurre con la posibilidad de emitir deuda privada con costo financiero razonable en el mercado internacional de capitales.

¿Por qué decimos que la crisis en curso no afecta el nivel de aceptación del canje, pero si la posibilidad de emitir nueva deuda? Una de las formas en la que se manifiesta el incremento de la aversión al riesgo, es la mayor preferencia de los inversores por los activos más líquidos. Claramente, el tenedor de un bono

argentino en default, que tiene muy poca liquidez, tiene ahora un incentivo extra para canjearlo por un nuevo bono local con mayor nivel de liquidez. Ese incentivo, supera con creces la pérdida de rendimiento o ganancia que el empeoramiento del riesgo país implica respecto de la operación de canje.

Conclusiones para la Argentina

El actual contexto internacional viene a reforzar un diagnóstico que venimos sosteniendo respecto de la economía local.

Ya no es posible lograr crecimiento **sustentable** y a tasas significativas (5-6% real anual) con el esquema actual de política económica local, pues este último está totalmente desgastado y a derivado en un proceso de crecimiento que está basado, casi exclusivamente, en el consumo local y en un tipo de cambio prácticamente fijo, ambos dos, en un contexto caracterizado por la alta inflación.

La clave en la frase anterior pasa por el término sustentable, pues lo que estamos diciendo es que el esquema actual no puede lograr esa clase de crecimiento de 2011 en adelante sin que medie un drástico cambio del contexto internacional y/o ajustes profundos al esquema de política económica en cuestión. Pero, no invalida que Argentina pueda crecer en torno a 4% - 5% real anual durante el presente año. Pues, por un lado, buena parte lo que estamos experimentando no es crecimiento, sino recuperación; y, por el otro, los mayores problemas que enfrentamos son de naturaleza dinámica (tiene que ver con la evolución esperada para los valores de las variables consideradas) y aún no son tan acuciantes (tiene que ver con el valor actual de la variable)

Profundizando, dada la pérdida del ancla fiscal (déficit fiscal creciente) y la necesidad de financiar al tesoro vía BCRA (agotamiento de otras fuentes de financiamiento local e imposibilidad de acceder al mercado internacional a un costo financiero razonable), la recuperación del consumo privado de bienes semidurables y durables producidos localmente necesita para sostenerse de dos elementos:

- A) Un proceso sostenido de apreciación real. Es decir, que la tasa de depreciación nominal del peso respecto del dólar sea inferior a la tasa de inflación local. Pues, caso contrario, las expectativas de devaluación se dispararían y buena parte de lo que el sector privado vuelca al consumo de bienes durables y semidurables, se volcaría a la compra de dólares. Es decir, retornaría la fuga de capitales privados y con ella las presiones recesivas sobre el mercado local.
- B) Que el sector exportador se mantenga a flote, generando un volumen de exportaciones creciente y superior al de las importaciones, que son impulsadas por la recuperación del consumo de bienes durables y semidurables y la apreciación real. De esta forma, el superávit comercial continuaría siendo positivo, dándole aire al BCRA para recuperar las reservas utilizadas para financiar al tesoro y utilizar la recuperación, y posterior incremento de las mismas, también como una variable estabilizadora de expectativas. Caso contrario, el superávit comercial se transformaría en déficit y el BCRA comenzaría a perder reservas, alentando las expectativas de devaluación. Nuevamente, volvería la fuga de capitales y sus efectos recesivos.

Pero esos dos elementos sólo son compatibles durante un período relativamente corto de tiempo, pues la apreciación real terminará afectando la rentabilidad de los sectores exportadores de commodities y derivados industriales, al tiempo

que reduce la competitividad precio de los productores locales que compiten con productos importados. Es decir, el superávit se cierra y los sectores productores de bienes y servicios exportables e importables dejan de ser una fuente de dinamismo para los ingresos reales del sector privado. En ese punto, el proceso de crecimiento actual se cierra sobre si mismo y se extingue. Hay un elemento adicional que refuerza el progresivo agotamiento en cuestión. El bajo dinamismo de la inversión productiva privada que las perspectivas de los agentes locales y el mal ambiente de negocios están generando. Este elemento también está siendo reforzado por el mayor nivel de incertidumbre que dispara la crisis europea en curso.

La falta de inversión productiva limita las posibilidades de continuar expandiendo la oferta local de bienes exportables, importables y los que no son lo uno, ni lo otro (no transables). En consecuencia, por un lado, refuerza las presiones inflacionarias, acelerando la apreciación real del peso y erosiona el poder de compra del sector privado, y por el otro, permite que a medida que se continúa incrementando el consumo local de exportables e importables, se reduzcan los saldos exportables y se incrementen las necesidades de importación, afectando el superávit comercial.

La crisis griega, devenida en crisis europea, tiene la potencialidad de acelerar los tiempos del ajuste local que la administración nacional se niega a realizar. Vale la pena señalar nuevamente que no estamos hablando de un ajuste nominal o clásico, donde se produce un recorte de los gastos, aumento de impuestos y una significativa devaluación del tipo de cambio. El ajuste en cuestión aún puede ser logrado de forma gradual, con una desaceleración del gasto público, modificaciones en la distribución de la presión tributaria vía reformas en la estructura de tributos y un leve ajuste del tipo de cambio.

Claro que para poder hacerlo de forma gradual hay que lograr financiamiento externo, ya sea vía mercado de capitales o FMI. Pero, ninguno de los dos nos vas a financiar sin que antes apliquemos las medidas que necesitamos para volver a ser creíbles: Cambios en el discurso y el estilo excesivamente discrecional de ejercicio de la política económica, mayor nivel de transparencia y sinceramiento de las estadísticas públicas y una mejor y más amplia predisposición al control o monitoreo por parte de terceros locales y externos. Cuestiones que aparentemente no están en la lista de medidas posibles de la Administración. Con lo cual, a menos que nos ayude la providencia (drástico cambio del contexto externo), es necesario ajustar el esquema de forma gradual en el presente, para evitar una seguidilla de nuevas medidas contraproducentes seguidas de un ajuste drástico en un futuro no tan lejano.

[Volver al Índice](#)