

El impacto en la Argentina aún es acotado

La crisis de Europa en perspectiva

- ✓ Por primera vez desde la creación del Euro los mercados financieros pusieron en duda la solvencia de algunos miembros de la Unión Europea (UE). El conflicto que comenzó en Grecia se ha extendido a otros países y amenaza al bloque.
- ✓ Los problemas actuales están vinculados a la crisis financiera internacional, pero también remiten a las bases de la conformación de la eurozona. La unificación de la moneda significó que economías de diversa productividad y estructura, releguen su soberanía monetaria al Banco Central Europeo (BCE).
- ✓ Se suponía que la entrada de capitales, permitiría a los países más rezagados iniciar un proceso de convergencia. Sin embargo las disparidades estructurales entre miembros aún no se han zanjado.
- ✓ Tras el estallido de la crisis financiera mundial, los países de la EU hicieron uso intensivo de los estímulos fiscales para compensar la política monetaria estricta del Banco Central Europeo (la FED en cambio fue más laxa).
- ✓ Este exceso de gasto, llevó a niveles exorbitantes la deuda pública y los déficit gemelos. El problema fue que en los países más débiles, los mercados de capitales pusieron en duda la sostenibilidad de sus finanzas públicas.
- ✓ Ante la posibilidad de un ataque mayor sobre la moneda común, la U.E. dió a conocer un plan de estabilización del euro y los países anunciaron la implementación de diversos paquetes de ajuste fiscal.
- ✓ El plan de asistencia y estabilización logró disipar el riesgo de un default en masa a través de Europa, pero no alcanza para reconquistar la confianza de los inversores. Asimismo, la demora en la aplicación de medidas contundentes se pagó con una devaluación del Euro de 20% en sólo seis meses.
- ✓ La reticencia de Alemania a pagar por el manejo irresponsable de las cuentas públicas de algunos socios y la dificultad de alcanzar un consenso entre los distintos países explican el lento accionar.
- ✓ Si bien los actuales niveles de gasto son insostenibles en algunos países de la UE, las políticas de ajuste son difíciles de sostener políticamente e implican -con alta probabilidad- entrar en recesión y deflación agravando los problemas.
- ✓ La crisis europea no ha revertido aún el contexto externo favorable que impulsa, junto con la mejor cosecha y el impulso fiscal, la recuperación argentina.
- ✓ Sin embargo, la volatilidad de los mercados financieros afectan la estrategia oficial de financiamiento. Si el gobierno decide sostener una política fiscal muy expansiva deberá recurrir en mayor medida al BCRA.
- ✓ En síntesis, el contagio financiero complica la estrategia de financiamiento y la depreciación del Euro acelera la pérdida de competitividad externa. Lo positivo es que el mundo sigue empujando y la cotización del Real y la soja se sostienen.

El origen de la crisis

Por primera vez desde la creación del Euro los mercados financieros pusieron en jaque la solvencia de algunos miembros de la Unión Europea (UE). El conflicto comenzó en Grecia pero se ha extendido a otros países y amenaza la estabilidad del bloque.

Si bien los actuales problemas están vinculados a la crisis financiera internacional, también remiten a las bases de la conformación de la eurozona. La unificación de la moneda significó que economías de diversa productividad y estructura, compartan una moneda común. Es decir, relegaron su soberanía monetaria al Banco Central Europeo (BCE).

El problema es que las disparidades estructurales entre los miembros aún no se han zanjado. Se suponía que la entrada de capitales, aprovechando el crédito abundante y barato por convertirse en un miembro de la UE, permitiría a los países más rezagados iniciar un proceso de convergencia. Pero en algunos casos, los fondos no se utilizaron para elevar la productividad sino que permitieron consumir por encima de la cuenta o apuntalar burbujas en activos (por caso, inmobiliaria).

Por otra parte, la menor incidencia de las economías pequeñas en las decisiones del BCE acota el margen de maniobra de estos países. En este sentido la política está principalmente influida por Alemania y Francia que en conjunto representan la mitad del PBI de la UE.

La suma de una política monetaria estricta controlada por las potencias de la región y la heterogeneidad intrazona acentúan los problemas para los países pequeños limitando su accionar a la política fiscal.

Tras el estallido de la crisis financiera mundial, los países de la EU, hicieron uso intensivo de los estímulos fiscales para compensar la política monetaria estricta del Banco Central Europeo (la FED en cambio fue más laxa). Este exceso de gasto, llevó a niveles exorbitantes la deuda pública y los déficit gemelos.

El problema estructural de Europa

-en % del PBI-	Cuenta corriente	Déficit fiscal	Deuda
PIIGS	-4,9%	-8,6%	90,0%
Grecia	-11,2%	-13,6%	115,1%
Irlanda	-2,9%	-14,3%	64,0%
Italia	-3,4%	-5,3%	115,8%
España	-5,1%	-11,2%	53,2%
Portugal	-10,1%	-9,4%	76,8%
Resto Zona Euro	2,1%	-5,1%	72,6%
Total Zona Euro	-0,5%	-6,3%	78,7%

Fuente: Ecolatina en base a Eurostat

El problema fue que en los países más débiles (fuertemente endeudados y con problemas de competitividad), el remedio fue peor que la enfermedad. Por caso, los mercados de capitales dejaron de creer en la sostenibilidad de las finanzas estatales griegas. Esta desconfianza obliga al ajuste de gastos (en pos de exhibir solvencia) lo que golpea la recuperación alimentando un círculo vicioso similar al experimentado a fin de siglo pasado en nuestro país.

Ya sea por falta de respuestas o simple contagio, la aversión de los inversores se expande a otros países con problemas como Portugal, Irlanda y en menor medida España e Italia. De esta forma, la crisis se volvió sistémica ya que se plantean dudas sobre el futuro de Europa y del Euro. Vale destacar, que los principales bancos de Europa concentran gran parte de las deudas de los Estados en la mira.

Las medidas para contrarestar la crisis

Ante la posibilidad de un ataque mayor sobre la moneda común, la Unión Europea comenzó a enfrentar la crisis. El domingo 9 de mayo, dos días después del desplome bursátil, los Estados miembros y el Banco Central Europeo (BCE) dieron a conocer el plan de estabilización del Euro.

Este paquete está conformado por € 60.000 M. en forma de créditos directos destinados a aquellos países con graves problemas financieros y € 440.000 M como garantía de solvencia de los países socios. Si a esto se le suman los € 250.000 M que estaría dispuesto a aportar el Fondo Monetario Internacional (FMI) se obtiene un fondo de protección de la moneda europea de € 750.000 M.

Si bien el plan de asistencia y estabilización logró disipar el riesgo de un default en masa a través de Europa, no alcanza para reconquistar la confianza de los inversores.

Asimismo, la demora en la aplicación de medidas contundentes se pagó con una devaluación del Euro de 20% en sólo seis meses. La reticencia de Alemania a pagar por el manejo irresponsable de las cuentas públicas de algunos socios y la dificultad de alcanzar un consenso entre los distintos países explican el lento accionar.

Luego del blindaje del Euro, las autoridades europeas presentaron en Bruselas un documento con una serie de medidas orientadas a mejorar la coordinación de políticas entre los países miembros, reducir las divergencias de competitividad entre los Estados y agilizar los mecanismos de respuesta ante las crisis.

Sin embargo, el punto más sobresaliente de esta reunión -la primera de una serie que debe concluir en octubre próximo- es la imposición de sanciones a los países que violen en el futuro el Pacto de estabilidad y crecimiento ya existente¹. Vale destacar, que incluso Alemania incumplió en cinco de los últimos diez años las condiciones fiscales del tratado de Maastrich.

¹ Limita el déficit público y la deuda pública al 3% y 60% del PBI, respectivamente.

En efecto, si bien aún no se conocen los detalles, las sanciones propuestas van desde multas y la imposibilidad de contar con nuevos créditos hasta la pérdida del derecho a voto por un año. El hecho de que el principal impulsor de la disciplina fiscal no cumpla con las exigencias básicas del pacto da una pauta del desvío ocurrido en la última década.

De todas formas, Alemania parece ahora dispuesta a dar el ejemplo y al igual que el resto de los miembros de la UE planea recortar fuertemente el gasto. En efecto, en los últimos días los gobiernos europeos han anunciado duros planes de ajuste en sus economías con recortes que supera en conjunto los € 300.000 M, para poner en orden las cuentas públicas y bajar al tope permitido de 3% en el déficit presupuestario en 2013.

Si bien los actuales niveles de gasto son insostenibles en algunos países, las políticas de ajuste no sólo son difíciles de mantener políticamente sino que implican -con alta probabilidad- entrar en recesión y deflación lo que agrava los problemas de fondo.

Quizás la mejor alternativa sería cambiar el sesgo de la política monetaria, inyectando recursos a costa de una mayor inflación futura y el retroceso del Euro. De hecho, la inyección por parte de la FED fue parte de la solución de la crisis de las Hipotecas sub-prime en los Estados Unidos. El problema es que los gobiernos europeos son reacios a tomar este tipo de medidas, especialmente Alemania dada su historia.

De todas maneras, cualquiera sea el camino elegido, lo cierto es que por lo menos Grecia necesita reestructurar rápidamente su deuda para aliviar sus cuentas fiscales y comenzar a sanear su economía, aún con el riesgo de generar nuevos episodios de stress en los mercados financieros.

El impacto sobre la Argentina

La crisis europea no ha revertido aún el contexto externo favorable que impulsa, junto con la mejor cosecha y el impulso fiscal, la recuperación argentina. Sin embargo, la volatilidad y cautela que dominan a los mercados financieros afectan la estrategia oficial de reinserción en los mercados de crédito.

En primer lugar, el *timing* de la crisis no es el mejor ya que el país se encuentra en pleno proceso de reapertura del canje de deuda. En este sentido si la operación se cerraba antes de mayo probablemente la adhesión hubiese sido mayor. Además, en pocos días la aversión al riesgo de los inversores deshizo una parte importante de las mejoras observadas en el *spread* de deuda soberana.

Esto significa que la ventana para colocar deuda a tasas cercanas al dígito se ha cerrado por el momento. Es por ello que si el gobierno decide sostener una política fiscal expansiva deberá recurrir en mayor medida al financiamiento del BCRA.

En cuanto a la actividad mundial, no esperamos que la crisis interrumpa el proceso de recuperación global, aunque si puede opacarlo. Si bien habrá un impacto directo en el comercio con Europa, nuestras exportaciones al viejo continente son mayormente agrícolas y presentan una baja elasticidad-ingreso.

Ahora bien para nuestro país es particularmente relevante lo que suceda con el precio de las commodities y dos de las principales economías emergentes: China y Brasil. En este sentido preocupan las señales de endurecimiento de las políticas crediticias en el gigante asiático, las tensiones comerciales con ambos países y la evolución del valor de la moneda brasileña.

Como se observa en el cuadro tanto el precio de la soja como el Real brasileño soportaron relativamente bien el embate de los mercados. En cambio, no les fue tan bien a los bonos soberanos ni al Euro.

Impacto de la crisis en indicadores relevantes para el país

Fecha	Precio de la soja (U\$S)	Precio del Real (U\$S)	Precio del Euro (U\$S)	Riesgo país (EMBI Arg.)
15 de Abril de 2010	362	0,57	1,35	601
28 de Mayo 2010	345	0,55	1,24	807
Variación	-4,7%	-4,1%	-8,1%	+206 p.b.

Fuente: Ecolatina

En suma, el impacto sobre el país es acotado aunque no se puede descartar que el efecto sea mayor en la medida que la crisis se agudice o prolongue en el tiempo. Lo negativo es que el contagio financiero complica la estrategia de financiamiento y la depreciación del Euro acelera la pérdida de competitividad externa. Lo positivo es que el mundo sigue empujando y la cotización del Real y la soja se sostienen.