

### Panorama Internacional

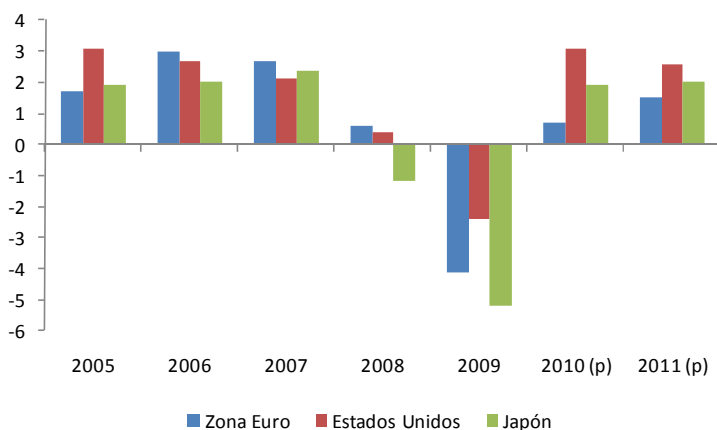
A continuación presentamos un análisis de la coyuntura internacional, explicando de forma sencilla los efectos de la crisis económica sobre las economías desarrolladas y en desarrollo. Asimismo se detallan las principales proyecciones a futuro y las posibles implicancias de los problemas económico-financieros que sufre Grecia. Por último, se describe la situación argentina frente al escenario global y las posibles consecuencias que puedan afectarla.

#### Economías desarrolladas:

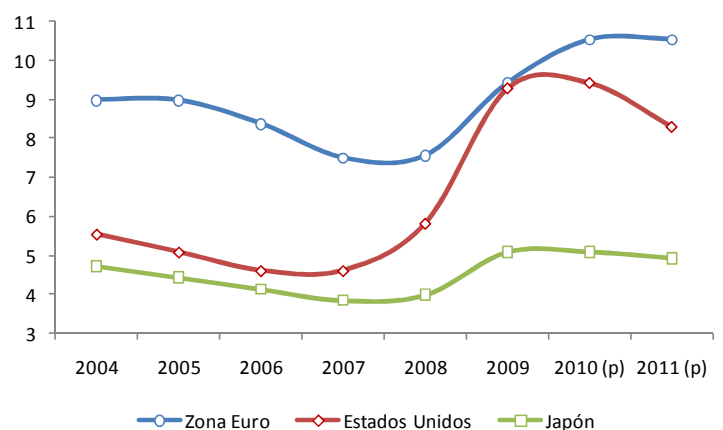
Lo que comenzó en 2008 como una crisis financiera se trasladó rápidamente a la economía real, gracias a la profundidad y sofisticación del sistema financiero. El sector privado mantenía un alto grado de apalancamiento (altos niveles de endeudamiento), y los bancos comercializaban gran parte de esos activos en los mercados secundarios de deuda. Cuando la crisis comenzó en el mercado hipotecario estadounidense, el valor real de los activos de los bancos (los préstamos otorgados al sector privado) cayó abruptamente y produjo riesgos de quiebras. El rescate de algunas entidades clave por parte del gobierno estadounidense evitó la caída completa del sistema financiero y el “salto hacia el abismo”. Sin embargo, la economía real iba a verse seriamente afectada dado el descenso del consumo e inversión privados. Al mismo tiempo, las burbujas inmobiliarias en países europeos (España e Irlanda principalmente) también estallaron y la magnitud del problema se volvió global.

Como puede observarse en el **Grafico 1**, las principales economías presentaron una caída acelerada en el crecimiento real: previo a la crisis crecían entre el 1% y el 3%, mientras que en 2009 todas ellas sufrieron fuertes descensos en el PBI. El desempleo se movió de forma acorde (**Grafico 2**): la leve tendencia bajista se quebró de forma abrupta, sobre todo en Estados Unidos donde la tasa de desempleo prácticamente se duplicó.

G1 – Crecimiento: Países Desarrollados



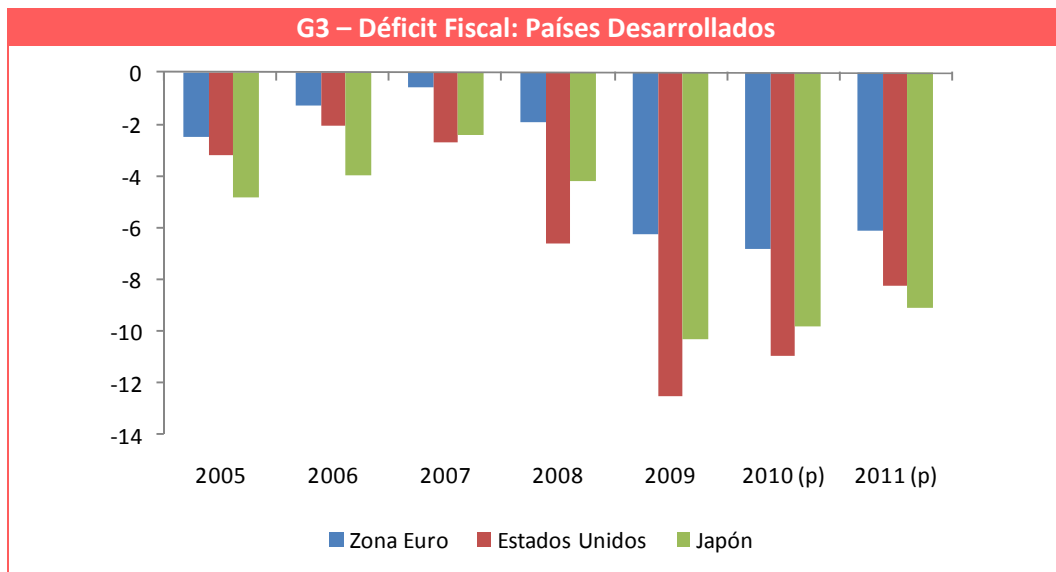
G2 - Desempleo: Países Desarrollados



Nota: Crecimiento expresado como variación anual del PBI real en porcentaje; tasa de desempleo en porcentaje. Proyecciones a partir de 2010.  
Fuente: World Economic Outlook (FMI) y EuroStat

Frente a la catástrofe económica y social que generó la crisis sub-prime, los países desarrollados incrementaron el gasto gubernamental de forma sustancial, aumentando el déficit fiscal (ver **Grafico 3**) y el endeudamiento público. El gasto del sector privado, muy

retraído por el aumento del ahorro (necesario para pagar las deudas contraídas en años previos), el desempleo y el pesimismo respecto al futuro, fue reemplazado por el gasto gubernamental.

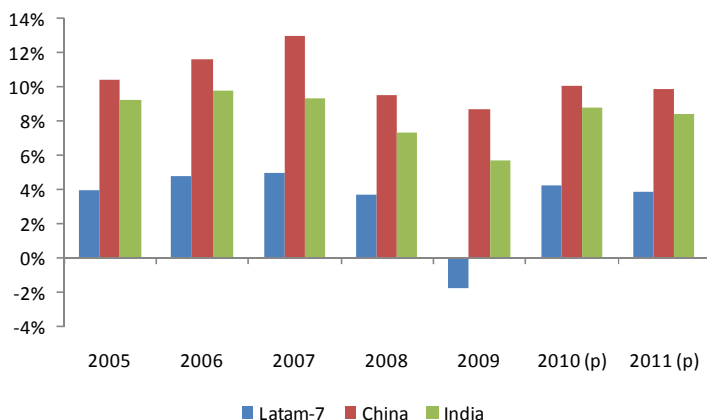


**Nota:** Déficits fiscales expresados como porcentaje del PBI. Proyecciones a partir de 2010.  
**Fuente:** WEO (FMI)

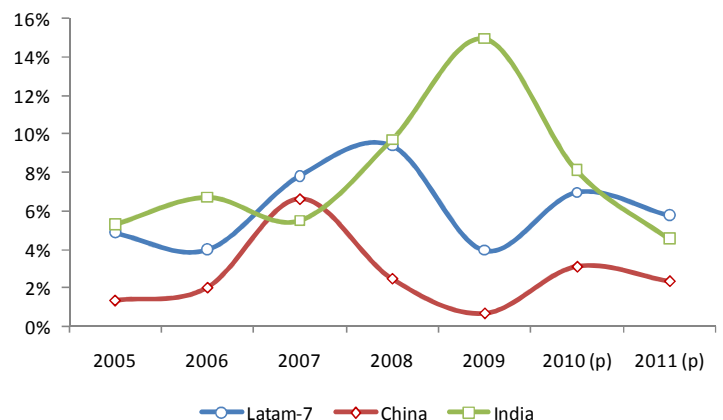
### Economías en desarrollo:

El pesimismo global derivado de la recesión en las economías desarrolladas se trasladó rápidamente a las economías en desarrollo relativamente integradas a los mercados financieros (Brasil y Rusia son algunos ejemplos). Con mayor lentitud, los problemas fueron afectando el comercio internacional y, con ello, la economía real de los países emergentes. De esta forma, quienes se encontraban relativamente desacoplados del sistema financiero internacional (Argentina por ejemplo) también sufrieron los efectos negativos de la crisis.

### G4 – Crecimiento: Países en Desarrollo



### G5 - Inflación: Países en Desarrollo



**Nota:** LATAM-7 conformado por Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México y Perú. Crecimiento expresado como variación anual del PBI real en porcentaje; tasa de inflación calculada como variación anual en porcentaje de IPC (fin de período). Proyecciones a partir de 2010.

**Fuente:** Elaboración propia en base a Buenos Aires City, INDEC y WEO (FMI)

El crecimiento real de estos países se vio afectado, aunque de forma dispar. Por un lado, las economías latinoamericanas sufrieron una recesión, aunque menos severa que la soportada por las economías desarrolladas. Dentro de Latinoamérica los países con menor crecimiento fueron México (-6,5% de variación en el PBI real), Argentina (0,9% de acuerdo al INDEC, -3,5% de acuerdo a estimaciones privadas) y Chile (-1,5%). Por otra parte, los “motores” del crecimiento global (China e India) disminuyeron su tasa de crecimiento real, aunque la reducción no fue tan marcada (ver **Grafico 4**). El desempleo se movió en sintonía en Latinoamérica, mientras que en China e India se incrementaron marginalmente. En cuanto a la inflación de los países en desarrollo (cuestión de mucha relevancia en el pasado), la crisis internacional “ayudó” a desacelerar el crecimiento de los precios, que previo a la crisis mostraba una tendencia en ascenso. Particularmente para Argentina, la recesión disminuyó la inflación desde niveles superiores al 20% (medido por estimaciones privadas) a un “piso” del 15% (aunque actualmente se ubica por encima del 20%-25% de acuerdo a estimaciones privadas).

¿Como se encuentra el escenario global de cara al futuro? Para contestar este interrogante empleamos las proyecciones mundiales que reporta el FMI en su World Economic Outlook. La buena noticia es que se espera un rebote importante en el crecimiento real a nivel global (ver **Graficos 1 y 3**, proyecciones). Estados Unidos y Japón retomarán el sendero de crecimiento previo a la crisis, mientras que la recuperación en la zona del Euro será más lenta. La situación de Grecia y el posible “contagio” del pesimismo de los mercados hacia países con mayor peso económico esta moderando el optimismo de las principales proyecciones. Las economías en desarrollo, por su parte, también observarán un rebote en el crecimiento real.

En cuanto al empleo, las proyecciones no resultan tan favorables. Las economías en desarrollo verán disminuir el desempleo gracias al crecimiento. Por el contrario, el desempleo en los países centrales no disminuirá con rapidez (ver **Grafico 2**, proyecciones): incluso varios años de crecimiento sostenido no podrán disminuir el desempleo a los niveles pre-crisis.

En general, entonces, se espera que las economías retornen (con ritmos dispares) a los niveles de actividad pre-crisis. Mientras el gasto del sector privado continúe alicaído, las economías desarrolladas mantendrán déficits fiscales considerables, con el consiguiente aumento en los niveles de endeudamiento. Lo que suceda con Grecia puede afectar la economía real del resto de los países europeos, aunque también puede tener implicancias financieras importantes, con potencial incidencia sobre los países en desarrollo. A continuación exponemos brevemente los problemas griegos y los comparamos con la situación actual argentina.

### **Problemas griegos**

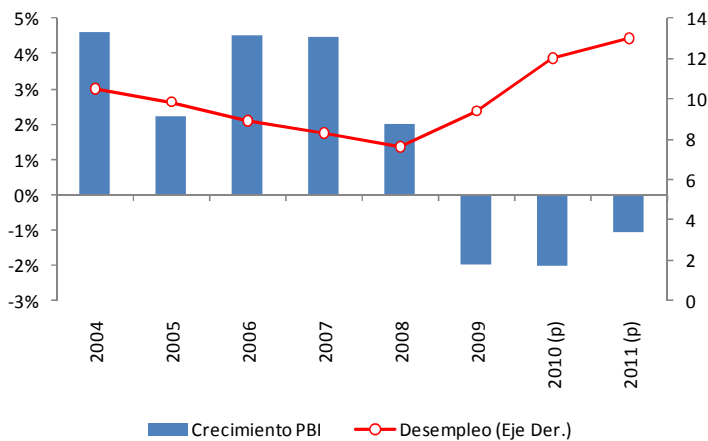
Los ojos de la comunidad internacional se posan actualmente sobre Grecia, analizando las causas de su actual crisis y las consecuencias de distintos escenarios que puedan darse. Los más optimistas esperan una ayuda rápida y sostenida por parte del FMI y la Unión Europea. Los más pesimistas manifiestan que los problemas griegos no se solucionarán en el corto plazo con asistencia internacional, además de considerar que Alemania se mantendrá inflexible en cuanto a prestar ayuda financiera.

¿Cuáles son las causas de esta “tragedia griega”? La mayoría de los analistas coinciden en resaltar débil estado de las finanzas públicas, el alto endeudamiento, el bajo crecimiento actual y esperado y la inflexibilidad monetaria-cambiaria impuesta por la Unión Europea.

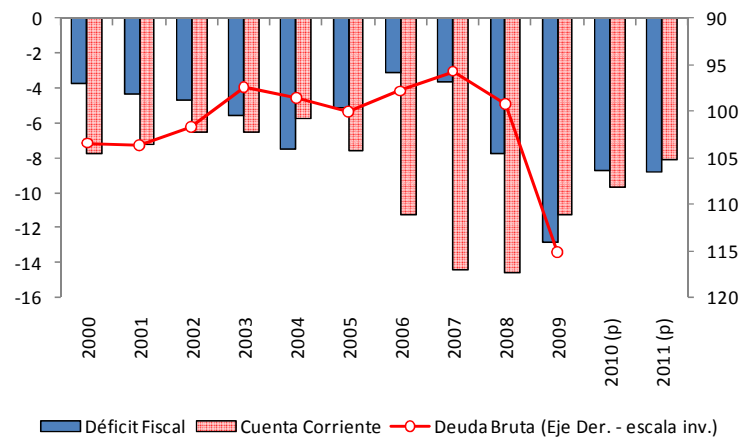
Asimismo, la alta conflictividad social impide realizar las correcciones macroeconómicas necesarias. Con ciertos matices, este presente griego se asemeja bastante al período previo al 2001 argentino, que derivó en la peor crisis económica local.

La crisis económica impactó en la economía griega de forma similar al resto de los países europeos: la recesión trajo aparejada un aumento en la tasa de desempleo (**Gráfico 6**). A diferencia del resto de Europa, desde el 2000 Grecia mantuvo déficits fiscales considerables, reflejados también en un nivel de endeudamiento creciente. Un déficit de cuenta corriente (básicamente, exportaciones menos importaciones) creciente fue el último ingrediente para el “cóctel explosivo” (**Gráfico 7**).

**G6 – Economía Real: Grecia**



**G7 – Déficit Gemelos y Deuda Bruta: Grecia**



**Nota:** Crecimiento expresado como variación anual del PIB real en porcentaje, tasa de desempleo en porcentaje, déficits fiscal y de cuenta corriente en porcentaje del PIB, deuda bruta en porcentaje del PIB. Proyecciones a partir de 2010.

**Fuente:** WEO (FMI) y EuroStat

El alto endeudamiento (superior al 100% del PIB) implica asimismo un alto servicio de la deuda. En un contexto de crecimiento negativo, lo necesario para no declarar el “default” sería lograr un ahorro interno suficiente para el pago de intereses. Para ello, resulta crucial lograr un ahorro por parte del sector público (superávit fiscal). Partiendo de un escenario de déficit, el ahorro que necesita lograr la economía griega solo puede alcanzarse mediante un recorte de gastos o aumentos impositivos, lo que agrava el problema de la recesión y retroalimenta la actual caída en la recaudación tributaria.

Los padecimientos griegos se asemejan, en parte, a los sufridos por Argentina previo a la crisis del 2001: déficit fiscal importante, altos costos en dólares (euros en Grecia), alto nivel de endeudamiento en términos del producto y recesión. Otra característica que asimila ambos casos es la imposibilidad de devaluar la moneda. Mientras que Argentina no podía devaluar por la Ley de Convertibilidad, Grecia no puede hacerlo por pertenecer a la Unión Europea y estar regido bajo el euro. La inflexibilidad cambiaria es incluso mayor para Grecia dado que la política cambiaria está bajo control del Banco Central Europeo, que se preocupa principalmente por mantener la inflación bajo control. Por la imposibilidad de devaluar, Grecia debe disminuir sus costos de producción vía deflación, con las consecuencias disruptivas que ello acarrea. El ejemplo de nuestro país puede servir como comparación: la dificultad de bajar costos vía deflación llevó a la insostenibilidad de la política económica, la corrida cambiaria y la posterior devaluación.

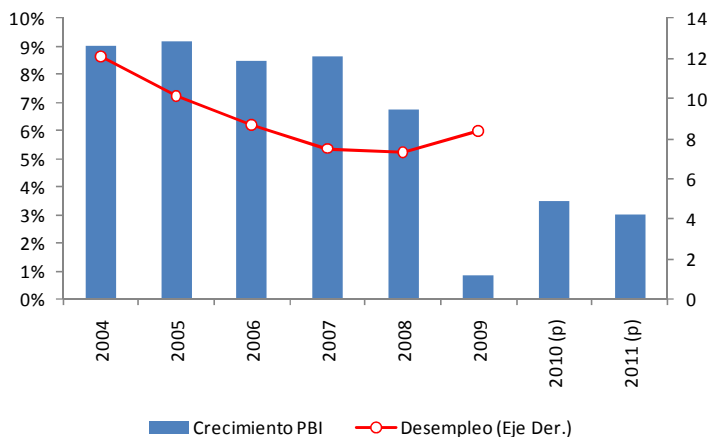
Es por estas razones que la dependencia griega de asistencia financiera en el corto y mediano plazo es alta: en el corto plazo es necesaria para poder mantener el servicio de la deuda y no caer en cesación de pagos, mientras que en el mediano plazo resulta importante para reducir la dimensión del ajuste macroeconómico y generar un clima de mayor confianza en la política económica que permita reducir la especulación financiera en contra de su economía<sup>1</sup>.

¿Cuáles pueden ser los efectos de los problemas griegos sobre el escenario global? Considerando un escenario pesimista, donde Grecia no recibe ayuda financiera (o la recibe con mayor demora de la necesaria), el “contagio” se extenderá a otros países europeos en problemas y, potencialmente, sobre los mercados financieros internacionales, generando una nueva etapa de aversión al riesgo e incrementando el costo del financiamiento externo.

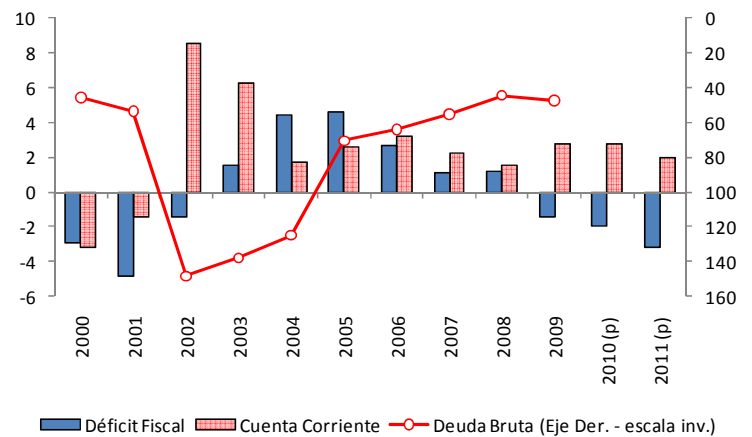
### Perspectiva argentina

Frente a un escenario global que combina recuperación de la economía real a nivel global junto con pesimismo financiero respecto a la situación europea, Argentina se encuentra en una posición de relativa fortaleza (ver **Gráficos 8 y 9**). A pesar de que en 2009 se verificó una desaceleración importante en el crecimiento económico (incluso una caída real de acuerdo a estimaciones privadas), las proyecciones del FMI para los próximos años indican una tendencia de crecimiento (aunque más moderado que en el período pre-crisis). Asimismo, se proyectan superávits comerciales cercanos al 2% del PBI que permitirán atender el servicio de la deuda externa sin complicaciones excesivas. Respecto a la deuda, las proyecciones de déficit fiscal implican que aquélla debería aumentar aunque gran parte de la misma (aproximadamente un 20% del PBI, del total del 49% actual) corresponde a endeudamiento con otros organismos del Sector Público (BNA, BCRA, ANSES y otros) y no presentará complicaciones financieras.

**G8 – Economía Real: Argentina**



**G9 – Superávits Gemelos y Deuda Bruta: Argentina**



**Nota: Crecimiento expresado como variación anual del PBI real en porcentaje, tasa de desempleo en porcentaje, déficits fiscal y de cuenta corriente en porcentaje del PBI, deuda bruta en porcentaje del PBI. Proyecciones de mercado a partir de 2010.**

<sup>1</sup> Siendo más técnicos la ayuda financiera de mediano plazo no implica que Grecia no deba realizar ajustes macroeconómicos, sino que le otorga más tiempo para hacerlos. En vez de implementar los ajustes necesarios de una sola vez (política de shock) se las puede llevar adelante a lo largo de un horizonte temporal más prolongado (política gradualista). La ventaja del enfoque gradualista consiste en que suaviza el impacto de los ajustes y permite generar credibilidad, necesaria para desalentar ataques especulativos.

---

**Fuente:** Elaboración propia en base a INDEC, MECON, WEO (FMI) y datos de mercado.

Consideramos que las principales consecuencias de los problemas griegos para Argentina son dos. Por un lado, puede incrementarse el costo del endeudamiento externo debido a una mayor aversión al riesgo global. En este sentido, los beneficios del canje en términos de reducir la tasa de interés que debería pagar el país por endeudarse pueden verse contrarrestados parcial o totalmente. Por otra parte, se incrementarán las presiones de las potencias mundiales para lograr una auditoría de las cuentas públicas y un mayor nivel de transparencia en la información estadística. Los problemas griegos se derivaron, en parte, por el ocultamiento de las autoridades de los problemas macroeconómicos. El país se encuentra en una buena situación como para afrontar los problemas externos, más no así con los problemas propios. Como se viene mencionando en newsletters previas, la inflación es el principal problema a solucionar aunque no se observe un programa anti inflacionario consistente.