

# Estudio Bein & Asociados

## Mercados Bipolares

### “De no paren de bombear, a tapen el maldito agujero”

27 de mayo de 2010

#### Riesgo sistémico mata Riesgo moral

- ✓ Grecia 2010-Argentina 1999: la inviabilidad del ajuste nominal
- ✓ Riesgo sistémico mata Riesgo moral: ¿Se aprendió la lección de Lehman Brothers?
- ✓ Cambiando la perspectiva del problema
- ✓ Los canales de transmisión a la economía mundial...
- ✓ ...y a la economía local

#### Directores:

Miguel R. Bein  
[mbein@estudiobein.com.ar](mailto:mbein@estudiobein.com.ar)

Marina Dal Poggetto  
[mdalpoggetto@estudiobein.com.ar](mailto:mdalpoggetto@estudiobein.com.ar)

#### Analistas:

Martín Vauthier  
[mvauthier@estudiobein.com.ar](mailto:mvauthier@estudiobein.com.ar)

Federico Furiase  
[ffuriase@estudiobein.com.ar](mailto:ffuriase@estudiobein.com.ar)

Iñaki Alvarez  
[ialvarez@estudiobein.com.ar](mailto:ialvarez@estudiobein.com.ar)

#### Gestión administrativa:

Mariana Pascucci  
[mpascucci@estudiobein.com.ar](mailto:mpascucci@estudiobein.com.ar)

#### Síntesis:

*El escenario internacional de tasas bajas y precios de commodities sostenidos a partir de un mundo creciendo a dos velocidades, que planteábamos en nuestro informe anterior, se vio convulsionado a la par de la desordenada dinámica que muestra la crisis griega. Reflejo de un mundo que pasó de festejar la inyección fiscal y monetaria para evitar la depresión, a una preocupación extrema por cómo se van a financiar ahora los desequilibrios fiscales generados, sobre todo en economías sin capacidad de monetizarlos. Frente a este contexto, si bien los riesgos de recesión del nivel de actividad en Europa y su eventual contagio al resto del mundo aseguran un escenario de tasas bajas, la rápida devaluación del Euro abre un interrogante. En efecto, el desacople observado desde octubre pasado entre un Euro que se devaluaba frente al dólar, y monedas emergentes y precios de commodities que no acompañaban dicha tendencia, se rompió en medio de la fuga a la calidad desatada por los temores respecto a una disrupción financiera. En medio del pánico, la apreciación del dólar se observó frente a todos los activos, excluyendo el oro y el yen, que también son refugio.*

*El megapaquete de salvataje anunciado por la comunidad europea en general, con financiamiento de los Tesoros (de una magnitud que cuatriplifica a los tres anteriores), descomprimió inicialmente el pánico, pero duró poco. Las condicionalidades de ajuste fiscal nominal implícitas en los paquetes ponen en duda su viabilidad y por ende la disponibilidad de la ayuda. Lo interesante es que la dinámica que muestra el Euro parece la consecuencia de la falta de coordinación de las Economías que lideran la zona, más que un problema de falta de herramientas de política.*

*Visto en forma particular, los desequilibrios fiscales y de cuenta corriente que presentan Grecia, Portugal y España parecen insostenibles frente a un mercado que les bajó el pulgar. Y sin herramienta cambiaria, el único camino posible es el de la deflación y el ajuste, tanto más cuando las condicionalidades que implica la disponibilidad del “prestamista de última instancia” están asociadas a que éste se concrete. La inviabilidad del ajuste nominal en economías que están en recesión, dado el daño letal que éste genera sobre los balances de las empresas, bancos y sector público (la experiencia Argentina de fines de la convertibilidad es un claro ejemplo en este sentido), lleva a la conclusión de que lo que estamos viendo es el acta de defunción de la zona euro. Sin embargo, visto en forma conjunta, el desequilibrio fiscal es significativamente menor que el de los EE.UU.: 6% vs. 10% del PIB. En tanto la participación de los PIIGS dentro del déficit global asciende a 48% (el déficit griego alcanza a sólo 0,34% del PIB de la Eurozona). Es esta perspectiva del problema, sumada a que los costos de una salida abrupta del Euro de alguna de estas economías generaría un problema sistémico de envergadura (dadas las inversiones cruzadas de los bancos europeos) la que explica que cada vez la política europea aumente el tamaño de los paquetes de ayuda. Sin embargo, desde octubre pasado, cuando empezó la apuesta en contra de Grecia (con la primera baja en la calificación de la deuda), la respuesta de política, en medio de elecciones, ha llegado tarde. En tanto el BCE sigue haciendo hincapié en su objetivo de contener la inflación y si bien empezó a ensuciar su hoja de balance comprando activos de baja calidad, anunció que va a esterilizar todo lo que compra, tal cual lo hizo en la crisis anterior. Paradójicamente, es esta reacción la que debilita el Euro, y no la inyección de liquidez a la economía. La pregunta es si la política en Europa está dispuesta a pagar los costos necesarios en pos de sostener la moneda común, o si por el contrario, optará por tapar ex post el problema sistémico generado que ocasionaría una salida abrupta. Los costos de la primera opción son infinitamente menores y llevan a pensar en que la política priorizará evitar otro “Lehman”.*

*Si es así, el escenario internacional para Argentina se mantiene más allá del aumento en la volatilidad registrado. Partiendo de esta hipótesis sostenemos sin cambios nuestras proyecciones hasta 2011, compatibles con un escenario de alto crecimiento, alta inflación y ajuste del tipo de cambio real. Sin embargo, decidimos no elevar la proyección de crecimiento para el año en curso aún cuando la trayectoria de la economía en el primer semestre determina per se un mayor arrastre estadístico. En tanto, empezamos a trabajar con ejercicios de sensibilidad al precio de la soja que presentamos en este informe.*

#### Estudio Bein & Asoc.

San Martín 296 - 6° Piso (C1004AAF) – Buenos Aires, Argentina

Tel. / Fax: (54 11) 4393-1689 / 93 / 94

[infoestudio@estudiobein.com.ar](mailto:infoestudio@estudiobein.com.ar), [www.estudiobein.com.ar](http://www.estudiobein.com.ar)