

Por **Eduardo Fracchia** y **Matías Marzani** (\*)

# El contagio de la región ya es una realidad

Como ha sido históricamente, las crisis de deuda soberana tienen impacto global, y la actual no es una excepción. A medida que la crisis de deuda europea se va expandiendo desde los países periféricos hacia los países centrales y al sistema financiero, la idea de un desacople de Latinoamérica es cada vez menos realista, incluso menos que en el 2008.

En un principio, el impacto se limitó a los mercados de acciones y otros activos riesgosos, pero con el tiempo se ha ido expandiendo a todos los mercados financieros locales, sin exceptuar a instrumentos de renta fija de corto plazo, que hasta hace poco parecían ser relativamente inmunes. En consecuencia, se ha producido una reversión en los movimientos de capitales, a contramano de lo que venía sucediendo en el período de recuperación que sucedió a la crisis de hace tres años. En efecto, las monedas locales han tendido a depreciarse, en mayor o menor medida, corrigiendo en general la apreciación previa.

Que esta situación global pueda ser considerada una oportunidad o una amenaza, depende de la magnitud de los efectos de esta crisis sobre la economía real. Oportunidad, si es que las salidas de capitales son temporales y sirven para detener la apreciación excesiva que ya perjudicaba a sectores productivos sensibles de las economías domésticas. Este hecho les permite prepararse para una eventual recuperación y por lo tanto una nueva oleada de capitales especulativos, limitándolos a su vez. La amenaza, si es que esta situación se extiende excesivamente, es pasar de ser un *flight to quality* de corto plazo a pánico financiero global, agravado por el canal de contagio del comercio, tanto a través de caída de términos de intercambio como en una contracción del comercio y, como consecuencia, de las exportaciones. En cuanto al canal financiero, en septiembre fuimos testigos de un clásico *flight to quality*, evidenciado por un dólar apreciándose y bonos del Tesoro norteamericano ganando valor, contra la depreciación de las monedas de mercados emergentes. En América Latina, las monedas que más valor han perdido han sido el peso mexicano, el real y el peso chileno, provocando reacciones intervencionistas en estos países, al menos de forma reducida.

Por otro lado, el canal real ya va mostrando varias señales de alerta. En ese sentido, la recuperación de los Estados Unidos camina por la cuerda floja, siendo los recortes a las previsiones de crecimiento moneda corriente. Del otro lado del Pacífico, el altísimo crecimiento de China se ve amenazado por posibles endurecimientos monetarios, co-

mo respuesta a la inflación que asoma. De la suerte de estos motores del crecimiento global depende la propagación a gran escala de la crisis hacia nuestra región, cuyo desempeño está altamente correlacionado con la demanda externa y los términos de intercambio. En los hechos, los precios de las principales commodities han retrocedido bastante y la actividad industrial muestra señales negativas, con parálisis en plantas automotrices como ejemplo, consecuencia de la sobreacumulación de stocks.

Frente a esta situación, la posición fiscal de los gobiernos de la región no es tan holgada como en la primera parte de la crisis, encontrándose así limitado el margen de maniobra para generar expansiones en el gasto público que compensen los efectos de la eventual caída del comercio internacional. Sin embargo, la política monetaria está disponible. Contamos con tasas de interés en niveles relativamente altos en comparación con los mercados centrales y otros mercados emergentes, otorgando este margen de acción a los bancos centrales en caso de que las condiciones empeoren aún más.

Además, a pesar de las depreciaciones que han tenido lugar recientemente, las principales monedas de la región aún se encuentran apreciadas en términos reales contra el dólar, relativamente a los niveles previos a la crisis subprime, lo cual significa que todavía hay lugar para depreciaciones sin mayores sobresaltos. Inclusive, hay razones para no esperar que haya un elevado *pass-through*, dada la experiencia de 2008, cuando en un escenario similar el impacto en la inflación fue moderado. Esto encuentra explicación en que los elevados coeficientes de *pass-through* suceden más regularmente cuando el contexto de la devaluación es una expansión, pero no en escenarios contractivos, donde las demandas salariales son bajas y las salidas de capitales provocan reducciones en el crédito, impactando esto negativamente en la demanda agregada y quitando presión a los precios.

Por supuesto, la mayor parte de este análisis no aplica para la Argentina, con una posición fiscal ya no "poco holgada", sino bastante limitada, y con restricciones en el ámbito de la política monetaria que contrastan con los casos de los países vecinos, dada la fuerte expansión de la base monetaria que ha llevado a cabo el Banco Central. En este caso, muy probablemente depreciación signifique aceleración inflacionaria, a menos que una recesión mundial quite presión a la recalentada economía argentina, como sucedió en 2009.

(\*) *Area Economía IAE.*