

El Nuevo Escenario Global: Tendencias y Perspectivas

Flavio E. Buchieri

*Dr. en Economía, Universidad del CEMA
Investigador, Profesor de Grado y Postgrado
UNL, UNVM, UTN y UNSL
Consultor y Asesor
Email: fb@cema.edu.ar*

Pablo M. Webbe

*Dr. en Relaciones Internacionales de la UNLP
Investigador, Profesor de Grado y Postgrado
UNRC, UNVM, UNC y UNLP
Coordinador del Departamento
de Medio Oriente del IRI – UNLP
Email: pmwebbe@hum.unrc.edu.ar*

Resumen

La crisis financiera acaecida primero en Estados Unidos y luego exportada a Europa, principalmente a través del stress en los mercados provocados por las debilidades emergentes de las economías de Grecia, España, Irlanda y Portugal, abren el debate acerca de cuáles son los principales tópicos que en materia económica –y política- dominarán la agenda mundial en los próximos años. Agenda que refleja los desequilibrios existentes y donde nuevos actores han aparecido con peso estratégico en la arena del juego geo-estratégico a nivel internacional. Actores que no sólo desafían liderazgos sino que obligarán, en muchos casos, a discutir quiénes, dónde y cómo se toman decisiones que afectan al curso del desarrollo futuro del planeta.

Palabras clave

- Crisis financiera
- Dinámica económica

Abstract

The financial crisis in the United States and exported to Europe, specially through the stress in the markets due emergent weakness in the economy of Greek, Spain, Ireland and Portugal, open the debate about what are the main topics in economics –and political- issues which will domain the world agenda in the next years. Agenda that reflects the real imbalances and where new agents have appeared with strategic value in the land of the geo-strategic game at global level. Agents which not only put in discussion leaderships but will conduct, in many cases, to discuss who, when and how are the decisions taken that affect the evolution of the planet in the future.

Keywords

- policymakers
- “flight to quality”
- PIGS y BRIC

Introducción

La crisis financiera acaecida primero en Estados Unidos y luego ¿exportada? a Europa, principalmente a través del stress en los mercados provocados por las debilidades emergentes de las economías de Grecia, España, Irlanda y Portugal, abren el debate acerca de cuáles son los principales tópicos que en materia económica —y política— dominarán la agenda mundial en los próximos años. Agenda que refleja los desequilibrios existentes y donde nuevos actores han aparecido con peso estratégico en la arena del juego geo—estratégico a nivel internacional. Actores que no sólo desafían liderazgos sino que obligarán, en muchos casos, a discutir quiénes, dónde y cómo se toman decisiones que afectan al curso del desarrollo futuro del planeta.

En este contexto, se exponen cuatro tópicos o esferas de análisis que, a nuestro entender, son remarcables en la actualidad. En primer lugar —y por nuestro particular interés— se expone la crisis griega y se la compara con la crisis doméstica de fines de 2001—principios de 2002. El mismo muestra las particularidades específicas de cada caso y la no extrapolación de alternativas de solución a las situaciones actuales. En segundo lugar, la colosal emisión monetaria para dotar a los bancos centrales de Estados Unidos y Europa de su rol de prestamista de última instancia abre el interrogante acerca de las consecuencias futuras de dicha emisión.

A los tópicos antes enunciados se le adiciona, como fruto de los desequilibrios mundiales existentes “descubiertos” tras la ocurrencia de la reciente crisis financiera mundial, la necesidad por una revaluación de la moneda china aparece como factor decisivo para corregir dichos desequilibrios como para incentivar la necesidad de auto—corrección de la economía americana. Luego de estos análisis, la aparición de los nuevos líderes globales agrupados para la denominación —ya nada informal— de los BRIC expone el mundo que se viene, aunque no está claro todavía el impacto del peso específico que hoy tienen vs. el que se espera que logren en un futuro no lejano. Al final, las conclusiones —que

más que conclusiones, por las características de los temas planteados, son más bien algunas reflexiones parciales e interrogantes varios, abiertos al debate académico, económico y político—.

Tema 1. Argentina y Grecia: dos países en crisis. Diagnósticos y realidades

Como segunda fase de la reciente crisis financiera mundial, los desequilibrios de largo plazo en la economía de Grecia, sus posibles soluciones y, sobre todo, el eventual contagio al resto de los países europeos mediterráneos, han generado intensos debates y una prolífica producción de artículos —particularmente periodísticos— a nivel local e internacionales, que intentan comparar la situación de Grecia con la vivida en Argentina en el 2001. Esto es en un intento de aprovechar experiencias y, si cabe la expresión, evaluar efectividad de salidas en dos contextos distintos, tanto en términos temporales como de las respectivas economías. Sin embargo, estas comparaciones no siempre son productivas tanto respecto de las causas que generaron ambos contextos como de los cursos de acción a ser seguidos en Grecia, con impacto pleno para el resto de Europa.

¿Qué explicación podemos ofrecer al efecto? Pues, entre los determinantes de la crisis griega están la existencia de información asimétrica entre las autoridades locales y las del resto de Europa —particularmente, porque fueron quienes avalaron el proceso de financiamiento agresivo otorgado a dicho país— que generaron los enormes problemas de riesgo moral por parte de las autoridades griegas como por el exceso de optimismo que la incorporación de dicha economía a la zona del euro tendría sobre la solución o corrección de los desequilibrios domésticos.

Grecia, como el resto de los países de la cuenca del mediterráneo y/o pertenecientes a la ex esfera de influencia soviética tras la Segunda Guerra Mundial y hasta la caída del Muro de Berlín en 1989, al incor-

porarse a la zona del euro se benefició de la sustitución de su moneda propia por otra fuerte y creíble, importando las “instituciones” que la misma tiene en forma subyacente —particularmente, la estabilidad monetaria y la eliminación de la devaluación del valor de su moneda en relación a una divisa de curso mundial—. No sólo éstas fueron las consecuencias observadas. El ingreso al euro les permitió a estos países reducir fuertemente su tasa doméstica de interés al integrar sus mercados de capitales con los más desarrollados, eficientes y de bajo costo de los principales países europeos —Francia y Alemania—, situación que permitió que dichos mercados de capitales estuvieran altamente predispuestos para financiar la incorporación y sustentación de dichos países a la zona del euro. Como si lo anterior fuera poco, abrió la puerta para la participación de una Política Exterior coordinada, beneficiándose también con las ventajas de una “coordinación política” en lugar de lo que venía haciendo mientras tanto, esto es, la “coordinación de políticas”, mal bastante común en áreas como el Mercosur.

Quizás por un problema de sincronización de la transformación económica requerida y la falta de correlato en la madurez política de dichos países para sostener intertemporalmente dichos procesos de transformación —como por otras razones que bien deben ser tenidas en cuenta— lamentablemente —al igual que en Argentina— el enorme flujo de capitales recibido no fue plenamente aprovechado para solucionar problemas o restricciones estructurales —fiscales como regulatorios y de productividad relativa— sino para sostener un sendero de crecimiento ubicado por encima de las posibilidades reales de los países en cuestión, situación que tuvo como correlato una espiralización del déficit fiscal y de la deuda externa, todo lo cual podía provisionalmente cubrirse por las ventajas del “arrastré” que política y económicamente implicaban la aparentemente indetenible marcha de Francia y Alemania.

La crisis financiera en Estados Unidos primero y luego, en menor medida, en Europa continental, gatilló la reversión del ciclo de bonanza crediticia

que la había precedido (al igual que en Argentina, principalmente tras la crisis de las economías del sudeste asiático en 1997 y la devaluación del real brasileño en 1999). La escasez de liquidez puso al descubierto que el alto apalancamiento de la expansión fiscal en Grecia —particularmente— era insostenible, con lo cual la economía griega no tuvo —ni tiene— otra alternativa que ajustar su estructura a la nueva situación.

En términos teóricos, el ajuste requerido exigiría que el país impusiera una drástica reducción del gasto y el déficit público, acompañado de un violento cambio de precios relativos (vía devaluación, si es que dichos precios relativos, por rigideces políticas, institucionales o sindicales, entre otros no opera a favor de dicho cambio) a favor de los sectores exportables y sustitutivos de las importaciones y en contra de los no comerciables internacionalmente (donde el Gasto Público tiene mayor participación). El resultado global es una caída inicial del PBI —porque cae fuertemente la participación del sector de los no comerciables internacionalmente— pero de una intensidad menor dado que el sector comerciable compensa, en parte, la caída del primero.

A mediano plazo, y si las condiciones internas son aprovechadas para la transformación estructural de la economía local, el producto estaría más anclado en los sectores exportables, con alguna recuperación relativa en los productores de bienes no comerciables con el exterior. Esta dinámica debe operar hasta que los precios relativos, el gasto y el endeudamiento reflejen la nueva situación externa. Y, dentro de los primeros, los salarios —medidos en la moneda internacional— deben ajustarse a la baja a la nueva situación, ya que lo que opera en el fondo es una productividad relativa de los factores, particularmente del trabajo, inferior al promedio de referencia, en este caso, de los mismos factores a nivel de la zona del euro.

Sin factibilidad política e imposibilitada de devaluar, la baja requerida de los salarios griegos en euros no opera. Como el crecimiento de la productividad es lento en el corto plazo, el único camino es

una brutal recesión que introduzca —vía desempleo masivo— mayor flexibilidad a la baja en los salarios. Este esquema podría ser evitado si se otorga nuevo financiamiento que lidere un proceso de ajuste lento pero políticamente viable y que permita cotejar el cumplimiento de los objetivos de sustentabilidad económica de largo plazo. El problema con esta alternativa es que ya el nivel actual de deuda y su perfil de vencimientos —*maturity*— ha alcanzado el límite que el mercado financiero ha impuesto para esta economía y que, aún si por presión internacional pudiera ser suavizado, no eliminaría los problemas de riesgo moral⁽¹⁾ que un nuevo paquete de ayuda financiera generaría como el hecho de que los que financian el ajuste griego serán, en definitiva, los que tributan los impuestos en los países más ricos y productivos de la unión⁽²⁾.

La realidad ha mostrado que, por ahora, la Unión Europea ha asignado cuantiosos recursos —más de € 720.000 millones— para refinanciar la deuda de Grecia y “garantizar” la cobrabilidad de los vencimientos españoles y portugueses. Aunque, aquí lejos de otorgar semejante ayuda para suavizar el problema lo que se ha hecho es para facilitar a los bancos europeos una reducción de la deuda de estos países en sus balances, evitándose por ahora el contagio hacia el resto de los países con problemas. El financiamiento no es para salvar a Grecia, sino para salvar al euro, aunque, por ahora, los griegos no tengan que soportar todo el peso del ajuste requerido. Así las cosas, fue fundamental la existencia de un bloque con capacidad de sostener un proyecto económico pero con instituciones —y liderazgos— con criterio y valentía para tomar decisiones que

habrían sido imposibles de asumir para un Gobierno en particular, y en otras circunstancias se habría asistido a verdaderas explosiones populares.

Llegados a este punto, ¿qué comparación amerita el caso europeo con el Argentino del 2001–2002? Pues bien, al igual que en el caso griego, tras la implementación de la Convertibilidad en 1991 —que implicó “atar” nuestra moneda al dólar, en una paridad \$ 1 igual U\$S 1—, Argentina recibió su shock externo negativo a partir de mediados de 1997, con la caída del precio de los commodities generada en la crisis asiática, luego sumada al default ruso de Agosto de 1998 y a la devaluación del real brasileño de Enero de 1999⁽³⁾, en el marco de un dólar fuertemente apreciado en términos del resto de la divisas mundiales.

En este contexto, el país registró un fuerte proceso de deterioro fiscal y crecimiento de la deuda externa con un importante perfil de pago de corto–mediano plazo. Situación que obligaba a que en algún momento —y hasta tanto no se alcanzara el límite de financiamiento que impone el mercado de capitales internacional (situación que se produce a fines de 2001 tras el no adelante del tramo de financiamiento del FMI correspondiente al segundo semestre de dicho año), no sólo se replantease la sustentabilidad del desequilibrio fiscal y de endeudamiento —menos grave que el griego, merced a las privatizaciones de las empresas públicas primero, a la reforma previsional luego y a la refinanciación de parte de los compromisos de deuda de principios–mediados del 2001— sino también a evaluar los problemas estructurales tras la baja competitividad relativa de nuestros productos, en un marco de dólar fuertemente apreciado, bajos precios relativos

(1) Como dice un viaje proverbio bancario: “cuando las deudas son bajas, el problema es del deudor. Cuando las deudas son grandes, el problema es del acreedor”.

(2) Como correlato de la célebre frase del Secretario del Tesoro americano, Paul O’Neill, en el 2002, en el caso europeo serán los “plomeros y carpinteros de Europa” los que tengan que soportar el ajuste de los países afectados.

(3) Devaluación provocada por un problema en un actor intra estatal, el Estado de Minas Gerais, que decidió incumplir con el pago de su deuda. El Estado brasileño, lejos de aislar al Gobernador Itamar Franco, procedió a “prescindir” de sus obligaciones intra-bloque Mercosur y devaluar, evidenciando la falta de coordinación política en el mismo.

de nuestros principales productos de exportación y tasas de interés de largo plazo más altas.

En el caso de Argentina, la renovación política de 1999 intentó implementar un ajuste fiscal y renovar el endeudamiento, bajo la creencia que esto, por sí solo, alcanzaría para lograr la sustentabilidad económica y financiera del Estado nacional, permitiendo generar las bases para un acrecentamiento de la inversión que elevara la productividad, el saldo exportador y comenzara así a revertir las restricciones estructurales de la economía local. Ante la falta de flexibilidad del mercado laboral y en un contexto externo para el país, las medidas implementadas sólo ganaron tiempo, ya que el ajuste real por venirse “estaba a la vuelta de la esquina”. Sólo dos años por delante. La devaluación del peso, el default y la conversión forzada de los contratos en dólares (“pesificación”) con tipos de cambios diferenciados para convertir activos y pasivos bancarios explican el cambio de precios relativos acaecidos en el 2002, prolongándose muchos de ellos hasta nuestros días.

Países europeos como Grecia, España y Portugal (e Italia, aunque en menor medida) están hoy ante un escenario bastante parecido al de Argentina de fines del siglo pasado. A los problemas de déficits fiscales recurrentes y de nivel como de perfil de vencimientos de su deuda externa, también computan niveles de productividad relativa más bajos que los del promedio europeo (ni contar si deben ser medidos con sus pares alemanes y/o franceses, siendo que los primeros son los responsables de fijar, en mayor medida, el nivel de cotización del euro, en relación a sus propios niveles de

productividad relativa como de otros países como Estados Unidos, Japón y China).

En estos casos, las recomendaciones de política económica no admite muchas variantes, si el paquete de ayuda no logra revertir las tendencias que llevaron al quiebre del financiamiento voluntario: **a)** aumentan drásticamente su nivel de productividad, en relación a los actuales precios relativos; o **b)** reducen sus precios relativos a los actuales niveles de productividad nacional. La primera alternativa es factible pero sólo en el largo plazo (¿quién financia el íterin?). En la segunda vía, se puede optar con una receta recesiva para alterar precios relativos internos (con la moneda regional), aunque no es viable políticamente, o abandonar el euro, volver a la moneda nacional y devaluar la misma en relación a la primera⁽⁴⁾. Pero, a diferencia de la situación planteada en Argentina, la ecuación costo-beneficio de cualquier decisión a tomar, contaba en el caso europeo con el respaldo de una enorme “espalda” de coherencia política, y esa estaba constituida por las Instituciones de la Unión Europea, que dieron cobertura política al ajuste planteado.

No está claro cómo va a evolucionar la situación en las economías europeas comprometidas. Tampoco si el programa de ayuda implementado logrará encauzar el proceso de ajuste de largo plazo requerido. Lo que sí estamos convencidos es que los contribuyentes europeos, particularmente los más ricos y productivos, que no financiaron el proceso de crecimiento del gasto público en los países en cuestión deberán ahora financiar, con un resultado incierto, la tragedia de sus socios menores.

(4) Se podría contemplar una tercera vía como sería la salida argentina de emitir bonos domésticos o cuasi-monedas para pagar gasto público, flotando dichos bonos contra la divisa europea, es decir, no siendo convertibles a la misma tasa que su valor de emisión. La depreciación de los mismos, en relación al euro, implicarían “devaluar sin abandonar el euro”, ya que se estaría observaría el cambio de precios relativos a favor de los exportables, bajando el peso muerto del sector público y concentrando el ajuste. Cuando mayor fuese el gasto público, el déficit fiscal y el perfil de vencimiento de la deuda a corto plazo, mayor sería la depreciación de los bonos observada.

Tema 2. Inflación o deflación en las grandes economías: ¿Qué esperar?

La salida de la crisis financiera internacional plantea un desafío importante para los hacedores de política económica —*policymakers*— de los países desarrollados afectados, en cuanto al efecto de la enorme impresión de dinero para dotar del rol de prestamista de última instancia a los bancos centrales de Estados Unidos y Europa especialmente para rescatar a los bancos comerciales: el contexto global, ¿asistirá a un escenario de inflación o de deflación? Como era de esperarse, las opiniones están divididas. Y eso analizaremos en esta sección.

Algunos autores como Martin Feldstein y Niall Ferguson, de la Universidad de Harvard y del National Bureau of Economic Research, basándose en la teoría cuantitativa del dinero en su forma más simple, expresan que, al establecerse una relación directa —a largo plazo— entre la oferta monetaria y el nivel de precios, Estados Unidos estaría próximo a registrar una inflación anual superior al 2,2%. Sin embargo, otras teorías merecerían mayor consideración debido a la relación que plantean entre el nivel de déficit fiscal y el stock de deuda pública en la determinación del nivel de precios. Si un gobierno incurre permanentemente en déficits fiscales, un principio o corolario clave, basado en el equilibrio de stocks de los portafolios de inversión financiera de los agentes económicos demuestra que tales desequilibrios fiscales recurrentes no son factibles, ya que ningún gobierno puede endeudarse indefinidamente. Por lo tanto, el mercado impone un límite al stock de deuda pública que está dispuesto a financiar (vinculado al crecimiento de la economía y su productividad), medido por el diferencial de riesgo—país que asigna a nuevas colocaciones.

Cuando se llega a ese límite, desapareciendo la disposición privada a seguir financiando las colocaciones actuales por roll-over o nueva deuda, la única alternativa para cubrir el déficit es la emisión monetaria. Esto puede conducir a un escenario de

mayor inflación si los inversores perciben que este contexto es posible a futuro, llevándolos a incrementar la prima de riesgo de los bonos del gobierno, endogeneizando el crecimiento del déficit fiscal. Si la autoridad monetaria decide combatir estas expectativas con una política monetaria restrictiva, agrava el problema a corto plazo al aumentar, por esta vía, la tasa de interés, convalidando el comportamiento de los inversores.

Una explicación complementaria a la antes expuesta sostiene que el nivel de precios depende del stock nominal de deuda pública. Cuando este monto excede ciertos límites, el ajuste se produce vía precios, no siendo ahora necesario que el déficit sea monetizado para que exista inflación, ya que aparecen, por este factor, expectativas de inflación. Estas expectativas —en forma secundaria—, al aumentar los precios domésticos, pueden producir subas simultáneas de gasto público y recaudación. Si los primeros dominan los segundos se asiste a un fenómeno temporal de mayor inflación, contenable esto si las subas esperadas en la recaudación de tributos supera a la de los gastos públicos (esto dependerá del tamaño de la economía, de su grado de apertura comercial y financiera y, por último, de la mezcla de bienes transables vs. no transables que produzca dicha economía).

Los contextos analíticos antes mencionados, todos referidos a las diferentes alternativas esperables para los países desarrollados, permiten efectuar las siguientes consideraciones. En primer lugar, el ratio deuda/PBI de dichos países alcanzará, según la OCDE, en el 2011, el 100% promedio —o más, en algunos casos— mientras que el déficit fiscal promedio será de casi un 6–7% del PBI. Gran parte de dicho porcentaje relativo de déficit fiscal es estructural y no cíclico, persistiendo de este modo aún si se recupera la economía global. Este factor es crítico porque es independiente del comportamiento de la economía en el largo plazo, determinado, en gran parte, por el envejecimiento de la población en dichos países, que torna a sus respectivos sistemas previsionales como virtualmente difíciles de finan-

ciar en términos inter-temporales si no se habilita a una reforma parcial de los mismos, como elevar el número de años para acceder a las respectivas jubilaciones o, eventualmente, elevar los porcentajes de aportes que los futuros jubilados deben realizar⁽⁵⁾.

Los análisis deben, por otro lado, permitir diferenciar la situación en Europa y algunos países grandes del sudeste asiático con la probable en Estados Unidos, a pesar del alto grado de interconexión —especialmente financiera— entre todos ellos. En el caso europeo, países como Portugal, Grecia, Irlanda y España deben ser diferenciados de Francia y Alemania. La depreciación del euro, en relación al dólar y al yen en los últimos meses tendrá un impacto inflacionario a mediano plazo por la suba de los precios en los bienes transables respecto a los no comerciados internacionalmente. Esto reacomodará la producción hacia los primeros, cuyo cambio inicial de precios relativos se revertirá internamente a mediano plazo.

Esta suba en las tasas de inflación de la eurozona podrá ayudar —aunque sea brevemente— a los primeros países europeos antes mencionados aunque no resolverá sus problemas fundamentales: su baja competitividad frente a los segundos (recuérdese que caso dos tercios del comercio europeo es intra-zona o interno). Por lo tanto, para los primeros países mencionados el seguir atados al euro —si no mejora marcadamente el clima financiero mundial— puede requerir de un profundo ajuste recesivo y deflacionario. Si las consideraciones políticas y geo-estratégicas ya de la Unión Europea como un todo se introducen en el escenario de análisis, la elección final a tomarse —más inflación o más deflación— dependerá de cuán dispuestos estén los votantes de los países en cuestión a aceptar el ajuste anunciado por sus respectivos gobiernos como de cuánto sacrificio en términos de tributos a pagarse acepten los países que hoy

no tienen mayores problemas de largo plazo. Podría decirse que, a los efectos de un análisis geoestratégico, las venideras alianzas políticas y económicas estarán dadas por su entrelazamiento e interdependencia global, pero reiterando que hay tres procesos centrales que determinan por estos días el curso de la economía mundial: La crisis fiscal de Estados Unidos, la crisis fiscal de Europa, y la crisis comercial Estados Unidos-China. De esa relación estratégica, depende el equilibrio, o el desequilibrio, del resto de las economías de las áreas periféricas de Asia, África y América Latina.

Como queda expuesto, la situación no es menos incierta para Estados Unidos. Aquí también se observa un enorme problema fiscal —de flujo corriente de déficit como de stock de deuda— de mediano y largo plazo. En este contexto, sin un proceso que permita aumentar la performance fiscal del gobierno, a través de una suba de impuestos o una reducción en el nivel de gasto público, la fenomenal emisión de dólares destinada a cubrir el rol de prestamista de última instancia de la Reserva Federal podría ser claramente inflacionaria si se revierte el fenómeno de depreciación del euro, aunque esta posibilidad todavía no ha sido descontada por los inversores financieros a la hora de medir los Spreads en los bonos de corto plazo del Tesoro norteamericano.

La ausencia de expectativas inflacionarias en los Estados Unidos tiene sus determinantes. En primer lugar, la economía americana tiene más margen de maniobra que la europea. Los bancos han comenzado a recuperarse más rápido que los europeos y muchos de los primeros o se han recapitalizado o ya han devuelto los préstamos que recibieron como rescate. Es decir, la depuración de entidades en problemas del resto del sistema financiero, la estricta separación de las ventanillas de inversión —*investment banking*— vs. la ventanilla comercial

(5) De hecho, esta información forma parte de las preocupaciones cotidianas en las publicaciones de la Comisión Europea, que pueden consultarse on-line.

—*commercial banking*— de las entidades así como los mayores controles regulatorios establecidos tras la reciente aprobación de la nueva ley bancaria del Presidente Obama parecen indicar que las causas estructurales de la pasada crisis ya han sido digeridas y asimiladas por la totalidad del sistema.

Al mismo tiempo, la hegemonía del dólar como moneda de reserva mundial lejos está de ser puesta en duda. Aún más, se ha reafirmado tras la segunda fase de la crisis —con anclaje europeo— cuando se desmoronó —por las dudas sobre el mantenimiento a futuro del euro como unidad monetaria de países que han resignado el uso de su moneda local— el sueño europeo de constituirse en alternativa política a Estados Unidos por el liderazgo mundial⁽⁶⁾. Por último —aunque en el siguiente punto de este artículo se complementa lo que ahora se expone— China seguirá invirtiendo sus reservas excedentarias en el mercado de bonos del Tesoro americano siendo que también, por ahora, dicho país sigue exportando deflación a Estados Unidos a través de su moneda subvaluada. Dicha política obedece, más que nada, a la política de acumulación de activos financieros que permitan, a futuro, la implementación de ciertas actividades que China ha establecido como prioritarias, como el desarrollo de nueva tecnología y la actividad aeroespacial.

A los factores antes enunciados, se debe destacar que el dólar también se ha beneficiado por el “*flight to quality*” y una aversión creciente al riesgo promedio más elevada a nivel global, producto de la mayor cautela que siempre se observa tras el estallido de un fenómeno de stress financiero. Todos estos factores —los descriptos en el presente como en el anterior párrafo— permitirían considerar

que el nivel de deuda pública que puede soportar el planeta sea todavía mayor al actual sin generar presiones o expectativas inflacionarias. Algunos autores estiman que con una tasa de inflación mundial del 5% anual (doble de la actual) y un crecimiento real de la economía global del 3–3.5% anual, la deuda americana se podría licuar significativamente en términos reales aunque no resolvería la brecha fiscal de mediano y largo plazo, que según estimaciones privadas ronda el 9–9,3% del PBI americano.

Existen, sin embargo, pronósticos pesimistas. Opiniones que respetan los criterios antes expuestos pero difieren en la magnitud de los ratios relativos estimados o en el comportamiento de la dinámica que sobre dichos ratios se esperan, expresan que la inflación es un escenario más que probable, aún si la economía no se encuentra en una situación de pleno empleo. En este sentido, si la Reserva Federal anuncia una suba abrupta en la tasa de interés de largo plazo esto va a ser interpretado como la señal que anuncia la llegada de un proceso inflacionario.

En conclusión, en el corto plazo es más probable es que las presiones deflacionarias originadas en los países europeos con sus problemas actuales y China con su modelo de exportación de trabajo barato contribuyan a mantener la estabilidad de precios tanto en Estados Unidos como en Europa. El dólar seguirá fortaleciéndose frente al euro pero a mediano y/o largo plazo, el problema del endeudamiento y el déficit fiscal en ambas regiones puede merecer su resolución, si no se toman medidas precautorias y anticipatorias. Ya sea con ajustes a nivel fiscal como con mayor inflación.

(6) Recuérdese que, a lo largo de la historia, los países que se han constituido en líderes globales han sido aquellos que han reunido las siguientes características en forma simultánea: 1) gran territorio (por la posibilidad de tener acceso a vastos recursos y, en la actualidad, mercados propios), 2) gran población (para constituir ejércitos importantes), 3) producción de la tecnología de guerra “de punta”, y 4) moneda de reserva y circulación mundial. Compárese los caminos que han seguido en el pasado reciente todos los imperios —pasando por Inglaterra y Estados Unidos, en la actualidad— hasta las amenazas que para la supremacía americana implica las tendencias observadas en China —principalmente— e India.

Tema 3. China y su moneda: Necesidades encontradas para una revaluación del yuan

El anuncio —no tan informal— formulado en Junio pasado por sus autoridades de que China dejaría atrás su tipo de cambio atado al dólar y que manejaría su moneda —el yuan— con más flexibilidad frente a una canasta de monedas tendrá consecuencias a nivel global (aunque esto dependerá de cuánta flexibilidad introduzcan las autoridades chinas a su mercado cambiario).

Hay quienes advierten que, en caso de que se produjera una importante revaluación del yuan, esto acarrearía una desaceleración fuerte del crecimiento chino —por la desaceleración de su contexto exportador— con efectos adversos en los mercados financieros internacionales (la revaluación de la moneda produciría menores excedentes comerciales y esto implicaría menores excedentes financieros). Otros analistas, tomando en base la revaluación de la moneda china de 2005–2008, consideran que esta tuvo un efecto poco visible en las exportaciones y el crecimiento económico del país porque consideran que dicha revaluación fue muy limitada en duración y magnitud (el yuan se apreció apenas un 7% frente al dólar en un año, deteniéndose ese reajuste después de 12 trimestres).

Ahora bien, más allá de estas consideraciones, un trabajo reciente de Eichengreen y Rose (2009) intenta extraer luz sobre el impacto de la revaluación china a partir de tomar en cuenta otras experiencias con igual esquema de reajuste cambiario. Partiendo de identificar 27 casos en los que los países seleccionados abandonaron un tipo de cambio fijo y donde la moneda nacional se revaluó en el año siguiente, los autores encuentran que el nivel promedio de apreciación de las monedas nacionales durante el primer año no difirió demasiado del promedio registrado para china, del 7% para el período 2005–2008. Al mismo tiempo, los autores observaron que:

a) La tasa de crecimiento anual promedio del PBI nacional se desaceleraba un punto entre el quinquenio previo al abandono de la fijación al dólar y el quinquenio posterior. Es decir, el impacto de la revaluación cambiaria sobre el crecimiento era acotado.

b) No se registraron evidencias fuertes tanto en el deterioro de la cuenta corriente como de la tasa de inversión. La tasa de aumento de las exportaciones se redujo, en promedio, del 9,5% al 5,5% en términos anuales aunque la tasa de crecimiento de las importaciones se redujo en un porcentaje similar. Por otro lado, otras variables económicas y financieras se mantuvieron relativamente estables, sin aumento en la frecuencia de ocurrencia de crisis bancarias y/o cambiarias, y sin evidencias de caídas significativas de los índices bursátiles (y, por ende, de la capitalización de las empresas operantes) domésticos.

c) Como los países que abandonaron el tipo de cambio fijo revaluando sus monedas habían crecido más que otros en los quinquenios anteriores al cambio de política cambiaria (1,5–1,7% promedio por encima del resto, por año), no se puede precisar si dicho reajuste implicó una desaceleración en la actividad productiva que evitó el recalentamiento posterior. Aunque, los países que hicieron dicho reajuste también mostraron, a diferencia del resto, evidencia de tasas de inflación mayores (+5 puntos) en los respectivos períodos en cuestión previos al reajuste de sus monedas nacionales.

¿Qué es, en definitiva, lo que cabría esperar de la revaluación china? Dado que, basándose en la evidencia internacional, los autores suponen que las importaciones y las exportaciones podrían caer en la misma proporción —por lo cual no habría contribución importante al saldo neto exportador— ni cambios de magnitud en el gasto de inversión y/o público. Por ende, lo que cabría esperar —según la misma fuente— es una reducción significativa en la tasa de crecimiento del consumo familiar ya que al exportar (e importar) el país menos, aumentaría menos el consumo de productos importados y

locales (por la desaceleración en la tasa de crecimiento del PBI). En caso de operar este escenario, el menor crecimiento de China operaría desestimulando el crecimiento de la economía global

Por otro lado, podría esperarse que si no operan efectos ingresos y/o riquezas negativos a largo plazo, o bien, el Estado estimula el consumo público, el consumo privado podría mantenerse sin cambios o hasta aumentar, con lo cual el impacto sobre la desaceleración en la tasa de crecimiento antes mencionada sería menor, aunque con impacto claro y pleno sobre las cuentas comerciales externas del país (que desmejorarían). En este contexto, el impacto sobre la economía global dependería de cuánto compensa el mayor consumo privado la contracción de la producción exportable del país tras la revaluación de la moneda doméstica.

La experiencia de otros países quizás no sea tan productiva como para considerar que una revaluación de la moneda china tenga impacto negativo en la economía global. Si las autoridades quieren limitar el riesgo de una ralentización excesiva (por la contracción de la producción exportable del país), pueden incrementar el nivel de gasto público, todavía bajo en términos de su PBI. Si más gasto interno significa más gasto, entre otras, en productos importados, China estaría contribuyendo tanto al restablecimiento de la economía mundial como a una mejora en las condiciones de consumo de su población.

Existe, por último, otra mirada para analizar la necesidad de una revaluación del yuan. Los desequilibrios comerciales —a favor de China— son la contracara de los observados —en forma negativa— para Estados Unidos. Por ende, una apreciación de la moneda china, el recortar el enorme superávit externo de este país, estaría, al mismo tiempo, recorriendo los excedentes financieros que luego se distribuyen a nivel global y que Estados Unidos ha sabido ampliamente capturar. De operar este escenario, las tasas de interés mundiales se elevarían, llevando

a la economía americana a estimular sus alicaídos niveles de ahorro y, por ende, comenzar a corregir parte de los desequilibrios observados en este país.

La decisión de corregir a la baja la cotización de yuan, en términos de otras divisas, pasa a depender, entonces, no sólo de cuestiones relativas al impacto global de dicha medida sino también de cuestiones internas a dicho país como de coordinación macroeconómica a nivel de los grandes países como de corrección de los desequilibrios estructurales nacionales.

Tema 4. Nuevos actores en la economía global: ¿Hacia una “teoría de la compensación”?

A medida que los PIGS (Portugal, Irlanda, Grecia y España —con alguna mención, según los autores, a Italia) no han encontrado todavía una salida plausible a mediano plazo para solucionar sus problemas financieros y fiscales, los BRIC⁽⁷⁾ (Brasil, Rusia, India y China) emergen, según diversos autores, como una de las nuevas locomotoras del crecimiento mundial, ayudando así a compensar la baja performance de las economías americana y europeas en la superación de una crisis financiera que, aún a casi dos años de iniciada, no puede darse todavía como totalmente superada.

Los BRIC irrumpieron en el escenario económico mundial en la primera década del presente siglo aunque gestaron su rol posterior luego de la caída del Muro de Berlín, con el triunfo del capitalismo como forma de producción dominante por los hechos. En el año 2000, los PBI conjuntos de estos países sumaban cerca del 15–16% del PBI global mientras que hoy rondan casi el 20–25%. Estimaciones privadas estiman que para el 2030, su producto conjunto representará cerca del 45%

(7) El término BRIC fue inventado por un analista del banco de inversión Goldman Sachs, en el 2001.

del PBI mundial (Estados Unidos, Alemania y Japón producirían cerca del 30% del total del planeta). Por otro lado, en el 2020, su producto combinado superará al de Estados Unidos (20% del total planetario para esa fecha) mientras que en el 2030 sería equivalente al de todo el G-7.

Uno de los factores que explica el fenomenal crecimiento de los BRIC es el nuevo rol que han adquirido sus respectivas clases medias, con mayor poder adquisitivo —fruto de las transformaciones económicas previas que implicaron la movilidad social ascendente, con mayor participación en los flujos comerciales y financieros a nivel mundial, y con destacadas pretensiones —en particular, para la India y Brasil— de desplegar nuevos roles estratégicos en las diferentes mesas de la representación internacional. Goldman Sachs (2010) proyecta que en el año 2020 habrá casi 1.600 millones de personas en estos países con ingresos per cápita superiores a U\$S 6.000, un ingreso superior al promedio mundial en la actualidad. Esta clase media emergente se convertirá en el principal motor del consumo a nivel mundial, con enorme impacto sobre el comercio global y los diferentes canales de financiación. En este marco, la composición de las importaciones cambiará, la proporción de productos con bajo valor agregado caerá y la de productos con alto valor agregado, como automóviles, computadoras y tecnología, aumentará. No sólo esto implica nuevas demandas a favor del desarrollo de nuevos instrumentos financieros que permitan la bancarización de su población sino que, también, el diseño de estrategias de penetración financiera deberá tener en cuenta las pautas culturales y sociales de cada sociedad, que determinan su aversión al riesgo como los perfiles de maduración de las deudas, entre otros aspectos.

El consumo creciente de esta clase media también tendrá un impacto notable sobre la demanda de energía y de recursos naturales. Su mayor consumo impactará de lleno sobre los precios de los commodities, aunque las nuevas tecnologías puedan aminorar el mismo por el impacto de las

sucesivas nuevas olas tecnológicas que permiten producir donde antes no era posible o generar nuevos tipos de cultivos “impermeables” al cambio climático que este nuevo patrón de consumo seguramente generará.

Obviamente, en un mundo interconectado, los BRIC no podrán evitar las consecuencias de la crisis financiera reciente. La “necesaria” revaluación de la moneda china —comentada en la sección previa— implica que, a este nuevo contexto cambiario —y cultural, productivo y hasta financiero— China ya experimente problemas adicionales de competitividad con Alemania gracias a la abrupta depreciación del euro en los últimos meses (este fenómeno, seguramente, dilatará la demandada flexibilización cambiaria del yuan, como antes se comentó). Además, el gigante chino exhibe fuertes indicios de una burbuja especulativa en el sector inmobiliario, con particular localización geográfica en Shanghai y Beijing. Y si hubiera una recesión reincidente en el mundo industrializado, es de esperar un desacelemamiento en el crecimiento de los BRIC, ya que los mismos tienen, como destino principal de sus exportaciones a Europa y Estados Unidos principalmente. Por ende, todos estos factores demoran la tan mentada “teoría de la compensación” en cuanto al rol futuro a jugar por los BRIC.

Algunos observadores creen que, quizás, el principal obstáculo que enfrentarán estos países sea la actitud que adopten los países del G-7 frente a este cambio en los pesos específicos de los bloques a nivel mundial y, no por ello menos importante, en sus respectivas zonas de influencia a nivel regional. Es decir, hasta qué punto se podrán acomodar a estos nuevos jugadores en la mesa donde se deciden las principales cuestiones geopolíticas del planeta. Una transición signada por el conflicto y las fricciones puede generar serios problemas, tanto en el ámbito económico como político. El rol intentado jugar por Brasil frente a Estados Unidos y Europa, como negociador (y garante), junto con Turquía, ante Irán, demuestra, tras las repercusiones obtenidas, cuánto está la comunidad occidental dispuesta

a tolerar la incursión de nuevos actores que, por ahora, ha sido tildada de oportunista y carente de efectividad concreta y medible. El propio Canciller brasileño, Celso Amorim, ha respondido en términos firmes a estas apreciaciones expresando que “no es posible que el mundo siga estando manejado por unos pocos”⁽⁸⁾. Amorim, en esa línea, reivindicó como positivo el nuevo diseño de una geopolítica mundial con suplantación paulatina de las pautas del G-7 por las del G-20, más un mayor protagonismo político de Estados del otrora llamado “Tercer Mundo”, tanto en sus respectivas regiones cuanto en una eventual reforma de la Carta de la Organización de las Naciones Unidas.

En este marco, creemos que el G-20 será el foro en donde se resolverá cómo se hace esta transición, y enfrentará el modelo de libre mercado adoptado por el G-7 con el de capitalismo intervencionista autoritario imperante en China (y, en menor medida, en Rusia). La puja entre estos dos modelos definirá el marco en el que se desenvolverá la economía mundial en las próximas décadas. ¿Es posible, en estos ámbitos, hablar de procesos de convergencia “a la manera occidental”? Si es factible, por ahora eso no parece ser posible.

Conclusiones

Los temas de análisis contemplados no agotan, con las presentaciones de contenidos realizadas, los debates que generan. Por ende, más que un cierre al documento, esta sección presenta indudables interrogantes en la búsqueda de respuestas que, en muchos casos, desbordan las posibilidades factibles.

La crisis en Argentina primero y Grecia después reflejan, a su modo, las consecuencias no previstas por la teoría cuando un país importa instituciones de otro, ante la falta de las mismas a nivel local. Los problemas de información asimétrica entre

las partes, derivadas en muchos casos de la falta rápida de convergencia a nivel político, económico, institucional y hasta cultural de los países más atrasados hacia los más desarrollados modifica los canales y los medios por donde se materializan los desequilibrios. En el caso particular de Argentina, los problemas de financiamiento del sector público no desaparecieron tras la implementación de la Convertibilidad en 1991. La caja de conversión instrumentada con tremendo éxito implicó que la “corrección” brindada al mismo fuera vía endeudamiento externo, posibilidad cerrada antes de la instauración del arreglo cambiario en cuestión. En Grecia la situación a la que se arribó con la incorporación a la zona del euro, con sus matices propios, tuvo una evolución bastante parecida. Por ende, la importación de instituciones requiere, a nuestro modo de ver, un compromiso mayúsculo de las autoridades acerca que las mismas no son una solución para el inicio de la corrección de los desequilibrios propios sino una oportunidad.

Los problemas de inflación o deflación esperados a mediano plazo son claramente no sólo la consecuencia de la emisión de dinero para socorrer a los bancos en problemas, tras la pasada crisis financiera. Anticipan ya el mundo que se viene, en cuanto a la disputa por el poder mundial que Estados Unidos está soportando por parte de países como China. Disputa que, a pesar de las profecías emitidas, aún no han quebrado el rol del dólar como moneda de circulación y reserva mundial. Discutir el desplazamiento de dicha moneda por otro implicaría, a mediano plazo, convalidar con inflación en dólares la depreciación de dicha moneda. Por ende, se deben observar cuestiones más allá de lo estrictamente monetario, a nivel mundial y a mediano–largo plazo, para dilucidar tendencias posibles en el corto plazo.

Lo antes expuesto está tras los reclamos – internos y externos– a China por una mayor flexibilidad en su mercado cambiario. China ha

(8) Columna de opinión en el matutino “Clarín” de la República Argentina, Domingo 22 de Agosto de 2010.

contribuido, con su política de “yuan barato” a los desequilibrios mundiales. Y tras su enorme superávit comercial, el mundo se ha visto inundado de “dólares chinos” que han financiado la excesiva predisposición al consumo por parte de los americanos. Sin embargo, no hay que confiar en una corrección del desequilibrio chino como parte importante de la corrección de los desequilibrios mundiales. China, hoy por hoy, representa una importante —pero relativamente baja— participación del PBI mundial, comparado con Estados Unidos. Por ende, una apreciación cambiaría en la moneda china que lleve a un crecimiento del gasto de consumo doméstico no podría ser compensado por la reversión en la misma variable a nivel de los Estados Unidos. Por ende, si a los desequilibrios globales se le suma la necesidad de una recuperación rápida de la actividad económica global tras el paso de la pasada crisis financiera —donde el mundo hoy requiere que Estados Unidos recupere

su capacidad de consumo—, podría ser oportuno o recomendable, postergar dicho comportamiento en el yuan en el corto plazo.

Por último, el rol de los BRICS es hoy una promesa. Lejos está el bloque, por sus particularidades propias, su historia, sus intereses estratégicos y hasta su ubicación geográfica —que implica qué tipo de problemas regionales recibe como “externalidad”— de convertirse en un bloque económico y de consenso político que tenga mayor peso específico a nivel de la toma de decisiones global. La suma simple de sus respectivos productos bruto individuales es sólo una mera intención de deseos que, para algunos, amerita trabajos de consultoría.

La agenda global, como vemos, enriquece y alimenta nuestra perspectiva de la realidad. Con dinámicas propias que no sólo deben ser observadas sino que las respectivas prospectivas que se construyan seguramente alimentarán un mundo más sensible a dichas cuestiones que el actual.

Bibliografía

- Bernanke, B. (2007): “The subprime mortgage market”. Conferencia pronunciada en la *43rd Annual Conference on Bank Structure and Competition*. Banco de la Reserva Federal de Chicago.
- Cerra, V., y Saxena, S. (2008): “Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery”. *American Economic Review*, Volume 98, Issue: 1.
- Chang, R., y Fernandez, A. (2009): *On the sources of aggregate fluctuations in emerging economies*. Mimeo.
- Deichmann, U., y Gill, I. (2008): “The Economic Geography of Regional Integration”. *Finance and Development*, Vol. 45 No. 4.
- Eichengreen, B., y Tong, H. (2006): “How China is Reorganizing the World Economy”. *Asian Economic Policy Review* 1.
- Elegant, S. (2008): “Will the Financial Crisis Bring Upheaval to China?”, en *Time*, 25 de diciembre de 2008.
- El-Erian, M. (2010): “Qué hacer con la fluidez mundial”. *Revista Finanzas y Desarrollo*, IMF. Marzo-Abril.
- Fukuyama, F. (1995): *El fin de la Historia y el Último Hombre*. Planeta, Buenos Aires.
- Gong, E. (2008): “As factories close, Chinese workers suffer”. *International Herald Tribune*, 14 de noviembre.
- Habermas, J. (1977): *Más allá del Estado Nacional*. Editorial Trotta, Madrid.
- Liberti, K., y Mian, A. (2010): “Collateral spread and financial development”. *The Journal of Finance*, Forthcoming.
- Mendoza, E. (2010): “Sudden Stops, Financial Crises and Leverage”. *American Economic Review*, Forthcoming.
- Naciones Unidas, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales (1975): *Las Corporaciones Multinacionales en el Desarrollo Mundial*. Editorial Paidós, Buenos Aires.
- Ríos, X. (2009): “China, a la conquista de América Latina”. *Le Monde Diplomatique*, Enero.
- Rostow, W. (1989): *Theories of Economic Growth from David Hume to the Present*. Oxford University Press.
- Roubini, N. (2008): *Hard Landing in China*. Mimeo.
- Thurrow, L. (1996): *El Futuro del Capitalismo*. Javier Vergara Editores, Buenos Aires.