

# Perspectivas económicas, crisis comparadas y nuevos actores en el contexto internacional

**Flavio E. Buchieri**  
*Univ. Nacional de Villa María*

**Alejandro Pereyra**  
*Univ. Nacional de Villa María*

## Resumen

La aún no resuelta crisis financiera abre el debate acerca de cuáles son los principales tópicos que en materia económica, política e institucional determinarán la estructura de la agenda mundial en los próximos años. Agenda que refleja no sólo los desequilibrios existentes sino también los nuevos actores que sumarán tensiones en la arena del juego geo—estratégico a nivel internacional. Actores que no sólo desafían liderazgos del presente sino que obligará, en muchos casos, a discutir cómo se reparte del poder mundial y hasta cuáles serán los paradigmas que guiarán el curso del desarrollo futuro del planeta.

### Palabras clave

- *Crisis financiera*
- *Economías emergentes*
- *hacedor de política económica*

## Abstract

The still unresolved financial crisis opens the debate about what are the main topics in the economic, political and institutional context that will determine the structure of the global agenda in the coming years. Agenda that reflects not only the existing imbalances but also new actors that added tension in the arena of geo—strategic game internationally. Actors who not only challenge but leadership of this force, in many cases, to discuss how to split the world power and to what will be the paradigms that will guide the course of future development on the planet.

### Key words

- *Financial Crisis*
- *Emerging Economies*
- *Policy maker*

## 1. Introducción

La aún no resuelta crisis financiera abre el debate acerca de cuáles son los principales tópicos que en materia económica, política e institucional determinarán la estructura de la agenda mundial en los próximos años. Agenda que refleja no sólo los desequilibrios existentes sino también los nuevos actores que sumarán tensiones en la arena del juego geo—estratégico a nivel internacional. Actores que no sólo desafían liderazgos del presente sino que obligará, en muchos casos, a discutir cómo se reparte del poder mundial y hasta cuáles serán los paradigmas que guiarán el curso del desarrollo futuro del planeta.

En este contexto se exponen tópicos o esferas de análisis que, a nuestro entender, son de gran importancia en la actualidad. En la primera sección —y dado nuestro particular interés— se analizará los orígenes de la crisis financiera internacional. En segunda sección ahondaremos en los determinantes de la crisis griega comparada con la crisis de Argentina de fines de 2001. El mismo muestra las particularidades específicas de cada caso y la imposibilidad de extrapolar las medidas tomadas oportunamente en la crisis argentina para la situación actual de Grecia.

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. Es por ello que en la tercera sección del trabajo propuesto abordaremos el tema dada la actualidad del mismo y las inquietudes que genera.

A los tópicos antes enunciados se le adiciona una cuarta sección. Los desequilibrios mundiales acaecidos tras la ocurrencia de la reciente crisis financiera generan planteos en torno a la necesidad por una revaluación de la moneda china. Esta aparece como factor decisivo para corregir desequilibrios estructurales, como también, para incentivar la necesidad de autocorrección de la economía americana. La aparición de los nuevos líderes globales agrupados bajo la denominación de BRIC nos da

señales del mundo que se viene, aunque no está claro aún si logran transformar en realidad la gran potencialidad con la que cuentan.

Por último se presentan las conclusiones, que dadas las características de los temas planteados, son más bien algunas reflexiones parciales e interrogantes varios, abiertos al debate académico, económico y político.

## 2. Los orígenes de la crisis financiera

La crisis financiera internacional que aún no cesa se originó en el sector inmobiliario de Estados Unidos por lo que resulta conveniente comenzar por describir a grandes rasgos su origen. La economía norteamericana sufrió cuatro recesiones en los últimos treinta años. Una característica común de todas ellas fue el endurecimiento de la política monetaria (elevación de las tasas de interés de corto plazo) para combatir la inflación que precedió a cada recesión. En la economía norteamericana uno de los principales canales por el cual se transmiten los efectos de una política monetaria de fijación de tasas de interés sobre la demanda agregada es a través de la influencia que ésta tiene sobre el mercado de préstamos hipotecarios y de construcción de viviendas. A través de este último las contracciones crediticias impulsaron las recesiones en la economía real.

A pesar de lo comentado anteriormente, la crisis actual se desarrolla en sentido inverso (Feldstein 2008): una situación que se originó en la economía real (sector de viviendas) fue la que afectó fuertemente las condiciones del crédito. De este modo, la conexión en ambas direcciones entre el mercado de viviendas y el sector financiero dio origen a una espiral que se realimenta negativamente. La crisis fue causada por el colapso de una burbuja en el mercado de viviendas que se desarrolló en la primera mitad de la década y por una generalizada subvaluación de todo tipo de riesgos. Los precios

de los activos riesgosos comenzaron a caer en el mercado secundario de hipotecas subprime y en el de títulos hipotecarios respaldados en este tipo de hipotecas. El problema se extendió luego al de hipotecas de primera calidad y se generalizó a otra clase de activos.<sup>(1)</sup>

La principal razón para la aparición de la burbuja en el mercado de vivienda fue el largo período de tasas de interés de corto plazo bajas que se vivió en la primera mitad de la década (Feldstein 2008). El objetivo de esta política de tasas bajas llevado adelante por la Reserva Federal era reducir las tasas de interés de mediano plazo, que son en las que se basan los préstamos hipotecarios. En ese momento la política monetaria bajo la dirección de Alan Greenspan estaba basada en la aplicación de la “Teoría Estadística de las Decisiones en Contextos de Incertidumbre”. En este enfoque, en lugar de considerar las situaciones más probables o valores esperados, se consideran diferentes escenarios y los resultados que se obtienen de aplicar diferentes políticas partiendo de esos escenarios. Cada escenario inicial es ponderado de manera subjetiva por el *polycymaker* y la política óptima es aquella arroja el mayor beneficio esperado. Así, la opción elegida puede resultar muy distinta de aquella que se elegiría si lo que se busca es el mayor beneficio del escenario más probable o de un escenario promedio.

En el caso que nos interesa remarcar, uno de los escenarios que se manejaban a principio de la década era que la economía norteamericana entraba en recesión con deflación. Aunque este último podría haber sido poco probable, los efectos adversos eran muy grandes. Esto llevo al *policy-maker* a asignar una ponderación muy grande a este escenario y el resultado fue que la política óptima

termino por ser aquella compatible con tasas de interés bajas para evitar esa situación, aun a costa de incrementar el riesgo de generar inflación.<sup>(2)</sup> Las tasas de interés de mediano plazo bajas elevan el valor de los activos en particular las viviendas, aumentan la predisposición de los individuos a pedir préstamos para pagar más por una vivienda a la vez que aumenta la disposición de los bancos a prestar cantidades cada vez mayores. El resultado fue que para mediados del 2006, el valor de las viviendas estaba un 60 % por encima de su tendencia de largo plazo. El enfoque de política basado en el riesgo debería tener en cuenta esta posibilidad cuando se decide bajar las tasas de interés a valores muy reducidos y mantenerlas así por un período prolongado de tiempo.

La caída de los precios de las viviendas fue impulsada por el exceso de oferta de casas sin vender. Esta sobreoferta impacta no solo a la construcción sino también a las casas que los bancos ponen a la venta cuando ejecutan las hipotecas lo cual llevó a que la ejecución de hipotecas creciera enormemente desde mediados de 2007. El motivo más importante por el que los individuos dejaron de pagar sus hipotecas fue el aumento del número de casas de patrimonio negativo, es decir, casas que se desvalorizaron tanto que su valor de mercado se volvió inferior a la deuda hipotecaria. Este proceso se realimenta en forma positiva: a mayor caída en los precios de las viviendas, mayor es la cantidad de casas con patrimonio negativo, lo que induce un aumento en la cantidad de personas que prefieren dejar de pagar la vivienda. Esto último aumenta la ejecución de hipotecas, que a su vez aumenta la oferta de viviendas impulsando la caída de los precios. El derrumbe de los precios de las viviendas es la clave de la crisis financiera actual porque los

(1) Para profundizar el tema de crisis bancarias sistémicas y sus efectos tanto en países desarrollados como en desarrollo ver Reinhart, C. and Rogoff, K. (2008).

(2) En este sentido Eichengreen (2009, a) destaca que hay dos grandes categorías en términos de errores de política económica para entender la crisis, uno ligado a la regulación laxa y el otro a la política monetaria acomodaticia.

títulos respaldados en hipotecas son los activos principales que impulsaron la baja del capital y la liquidez de las instituciones financieras.<sup>(3)</sup>

Una vez que se comprobó que el mercado inmobiliario comenzó a estancarse, por efecto de los elevados precios, se redujeron la cantidad de solicitudes de personas que calificaban para los créditos. Dada esta situación comenzaron a otorgarse préstamos a personas sin capacidad de poder afrontar las obligaciones asumidas. De este modo, la cantidad de hipotecas subprime, que en el año 2000 era tan sólo del 2 % del mercado, pasó en 2006 a ser el 50 % del total de de préstamos hipotecarios. En enero de 2007 el problema en el mercado subprime ya era evidente. Una forma de medir los problemas del sector era observar lo que sucedía con los swaps de default crediticio (CDS por sus siglas en inglés). Los CDS son contratos que funcionan como un seguro contra las malas hipotecas. Si el préstamo se deja de pagar, el vendedor del CDS le paga al poseedor del mismo (por lo general un banco). El subíndice que se refiere a los préstamos subprime es el ABX.HE.BBB. Entre julio y diciembre de 2006, este índice retrocedió entre el 5 % y el 7 %.<sup>(4)</sup> Esto significa que había alguien que estaba perdiendo dinero con las hipotecas subprime, típicamente *hedgefunds* y prestamistas internacionales.

A esta altura la crisis era ya una realidad que la política monetaria perdió eficiencia por las condiciones reinantes en el mercado de viviendas y el estado disfuncional en que se encontraban los mercados de crédito. Por otro lado la política fiscal (devolución de impuestos) que buscaba reactivar el consumo no alcanzó el efecto deseado ya que el 80 % de estas devoluciones se utilizaban para ahorrar, ante la inminente crisis, o reducir el stock de deuda que poseían los individuos y muy poco fue destinado al consumo. Para este momento el mundo conocía lo que luego se dio en llamar “la crisis de las hipotecas”.

### 3. Análisis comparativo de la crisis Argentina y la de Grecia: Diagnósticos y perspectivas futuras

En el marco de la 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 último tiene por finalidad aprovechar la experiencia que otorga la crisis Argentina y evaluar posibles salidas. Sin embargo, estas comparaciones no siempre son productivas tanto respecto de las causas que generaron ambos contextos como de los cursos de acción seguidos por ambas economías teniendo en cuenta, por ejemplo, que las medidas adoptadas por Grecia tendrían un impacto pleno para el resto de Europa.

Esto último implicó, como indica Heymann (2011), que la respuesta de los gobiernos europeos a la crisis sea un cúmulo de demandas de ajuste fiscal y un gran número de intentos de refinanciación de deuda en casos de economías cercanas a la cesación de pagos. Los gobiernos europeos adoptaron una estrategia consistente en dejar en claro a los agentes que “no hay plan B” de manera de reducir las expectativas de default dadas las condiciones de endeudamiento. El optimismo promueve la ampliación del gasto y del volumen de endeudamiento al tiempo que el temor que se percibe en los agentes económicos señala los cambios de percepción en términos de los ingresos potenciales sin que necesariamente medien causas reales que hagan variar esa magnitud.

Es así que entre los determinantes de la crisis griega se destaca la existencia de información

(3) Para un estudio del mercado inmobiliario en EE. UU. en términos de dispersión geográfica de los préstamos de alto riesgo ver Mayer, C. and Pence, K. (2008).

(4) Nouriel Roubini, 2010 ([www.roubini.com](http://www.roubini.com))

asimétrica en la relación de las autoridades locales y las del resto de Europa particularmente, producto de esta última los agentes económicos avalaron el proceso de financiamiento agresivo otorgado a dicho país. De allí que es posible observar los enormes problemas de riesgo moral producto, por ejemplo, del exceso de optimismo que generó la incorporación de dicha economía a la zona del euro.<sup>(5)</sup>

Al incorporarse Grecia a la zona del euro se benefició de la sustitución de su moneda propia por otra fuerte y creíble, importando las “instituciones” en términos de solidez que la Unión Europea le ofrecía particularmente, la estabilidad monetaria y la eliminación de la devaluación de la 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 implicó que dichos mercados de capitales estuvieran altamente predispuestos para financiar la incorporación y sustentación de dichos países a la unión.<sup>(6)</sup>

Otro de los problemas que parecen presentarse en la economía Griega y en los cuales la crisis Argentina tiene mucho para decirnos es aquel referido a las posibilidades de sostener intertemporalmente un proceso de transformación produc-

tiva que permita a la economía helena integrarse en forma consistente al bloque europeo. Al igual que el caso Argentino el enorme flujo de capitales recibido no fue plenamente aprovechado para solucionar problemas o restricciones estructurales —tanto fiscales como regulatorias 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.

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)<sup>(7)</sup>. 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 los precios relativos, por rigideces políticas, institucionales o sindicales, entre otras, no

(5) Como señala Heymann (2011), siguiendo a (Reinhart y Rogoff, 2009:284) es posible observar la prevalencia de las entusiastas opiniones de organismos internacionales y mercados financieros sobre economías como las de México (1994), Corea (1997) o la Argentina (2001) no mucho antes de sus respectivas crisis sobre la base de los cambios en los ratings de deudas soberanas. De esta misma manera ubican a Portugal y Grecia como países candidatos a “graduación” desde el status de “emergentes” al de economías avanzadas de bajo riesgo.

(6) Es importante mencionar en este caso que una de las características actuales de los capitales financieros es su alto grado de globalización y su marcada volatilidad. Esto último se ve agravado por la carencia de un prestamista de última instancia a nivel global y una arquitectura financiera incapaz de evitar crisis sistémicas. Para un análisis del tema ver Eichengreen (2009,b); Obstfeld (2009), Reinhart, C. and Reinhart, V. (2008); Kaminsky, G., Reinhart, C. and Végh, C. (2004).

(7) En este sentido Heymann (2011) argumenta que crisis financieras han ocurrido en economías que poseen características muy disímiles. Este tipo de crisis se presentaron en economías centrales y periféricas, desarrolladas o emergentes, en países con déficit público o con superávit, en países con equilibrio o desequilibrio externo, etc. El rasgo distintivo, además de la existencia de promesas financieras, es la importante y a menudo abrupta inestabilidad en las percepciones de riqueza. En un momento determinado se revela un punto de inflexión a partir del cual ya no hay certeza de que se podrá afrontar los compromisos asumidos.

permiten el ajuste) 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 PIB —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 monda internacional— deben ajustarse a la baja y tomar en cuenta la nueva situación, ya que lo determinante es la productividad relativa de los factores, particularmente del trabajo. Este último deberá ser 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 aumento del desempleo— 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 que un nuevo paquete de ayuda financiera generaría.<sup>(8)</sup> En este caso los que financian el ajuste griego serán, en definitiva, los que tributan los impuestos en los países más ricos y productivos de la unión<sup>(9)</sup>.

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.

Llegados a este punto, es pertinente preguntarnos: ¿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 un serie de shocks externos negativos. Estos últimos se dan con mayor intensidad a partir 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 brasilero de enero de 1999, en el marco de un dólar fuertemente apreciado en términos del resto de las divisas.

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

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

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

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), a replantearse la sustentabilidad del desequilibrio fiscal y del endeudamiento. Este último 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-medios del 2001. También se hacía necesario evaluar los problemas estructurales debido a la baja competitividad relativa de nuestros productos, en un marco de dólar fuertemente apreciado, bajos precios relativos de la producción local exportable 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 ante un contexto externo desfavorable para el país, las medidas implementadas sólo ganaron tiempo, ya que el ajuste real “estaba a la vuelta de la esquina”. La devaluación del peso, el default y la conversión forzada de los contratos en dólares (“pesificación”) a un tipo de cambio diferente al de mercado 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 se le agrega el nivel y el perfil de vencimientos de su deuda externa. También computan niveles de productividad relativa más bajos que los del promedio europeo. Esto alcanza mayor complejidad si deben ser medidos con sus

pares alemanes y/o franceses, siendo que estos últimos son los responsables de fijar, en mayor medida, el nivel de cotización del euro, en relación a sus propios niveles de productividad relativa y la de estos con países como Estados Unidos, Japón y China (véase los Gráficos expuestos en la siguiente sección).

En estos casos, las recomendaciones de política económica no admiten muchas variantes, si el paquete de ayuda no logra revertir las tendencias que llevaron al quiebre del financiamiento voluntario, quedando por opción: a) aumentar drásticamente el nivel de productividad, en relación a los actuales precios relativos; b) reducir sus precios relativos a los actuales niveles de productividad. La primera alternativa es factible pero sólo en el largo plazo (quién financia el interín?). En este último caso, se puede optar con una receta recesiva para alterar precios relativos internos (manteniéndose dentro de la moneda regional) aunque esto puede ser políticamente inviable, o abandonar el euro, volver a la moneda nacional y devaluar la misma en relación a la primera; y c) viabilizar el canje de la deuda existente por nuevos bonos a una paridad semejante al valor de mercado de los primeros en el momento previo al que se anuncie tal rescate, implicando una suerte de default consensuado con los acreedores.

Este último es el camino que eligieron las autoridades griegas en el primer trimestre del 2012. Con la ayuda de Europa, Grecia logró reestructurar su deuda —algo más del 90 % del total ofrecido— con acreedores privados en forma ordenada y sin que quedaran tenedores de bonos en condiciones de reclamar ante los tribunales, consiguiendo una quita en el capital de más del 50 % y reduciendo la tasa de interés a 2 % anual por los primeros cuatro años. Sólo queda, al momento de escribirse este artículo, la renegociación de la deuda griega con el Banco Central Europeo, con el Fondo de Estabilización Europea y con varios estados nacionales también será renegociada de tal forma que Grecia pueda honrarla normalmente. Aunque, se supone,

que la misma seguirá el mismo camino que la acordada con los bancos privados en la primera etapa.

Es de esperarse que, tras la reestructuración lograda, la recesión que fue muy acentuada, comience a ceder y pronto la economía griega este creciendo sostenidamente, merced a la fuerte baja en la tasa de riesgo país de Grecia y su impacto favorable sobre las necesidades de financiamiento del gobierno nacional, impactando de lleno en el reciclado positivo de las expectativas a mediano-largo plazo. De mediar dicho escenario, se habrá puesto de manifiesto que la recesión fue muy fuerte no tanto porque el Gobierno se hubiera visto obligado a aplicar una política fiscal más restrictiva y porque la economía griega había perdido competitividad, sino porque las expectativas de default, dracmisación y devaluación habían generado un clima de crisis financiera que provocó fuertes fugas de capitales y retiro de depósitos bancarios por parte del público.

No se debe dejar de considerar que lo realizado alcanza para lograr la superación plena, a largo plazo, de los problemas estructurales de la economía griega. El país tendrá que ajustar sus cuentas fiscales y adoptar medidas para recuperar competitividad. Pero podrá hacerlo en un clima de estabilidad financiera y monetaria, a través de decisiones discutidas en su Parlamento y no a través de reducciones salvajes de sueldos, salarios y jubilaciones como las que resultan de los golpes devaluatorios e inflacionarios. Ninguna de estas decisiones será fácil y seguramente habrá reclamos y conflictos. Pero el costo económico y social que deberán soportar los griegos resultará, seguramente, muy inferior al que soportó la sociedad argentina tras la impropia devaluación del peso en el año 2002. Aun luego de considerar que los desajustes fiscales acumulados por Grecia desde la entrada al Euro fueron tres o cuatro veces superiores a los de Argentina durante la Convertibilidad y que, además, Grecia no avanzó en materia de privatizaciones, desregulación y aumento de la

productividad como sí lo había hecho Argentina durante los años 90.

Como argumenta Heymann 2009, todas las crisis son diferentes y, por la naturaleza de esos fenómenos, ello es casi necesariamente así. Solo resta decir de nuestra parte que 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. En este marco, las preocupaciones acerca de los niveles salariales de los principales países europeos como sus niveles relativos de deuda y spread contra bonos soberanos de Alemania implican una preocupación creciente (véase los Gráficos de la próxima sección).

#### **4. Incertidumbre sobre inflación o deflación en las economías avanzadas**

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. Dicha emisión tiene por objeto rescatar a los bancos comerciales, cabe entonces preguntarnos: ¿El contexto global asistirá a un escenario de inflación o de deflación? Como era de esperarse, las opiniones están divididas.

Algunos autores como Martin Feldstein y Niall Ferguson, 2010, de la Universidad de Harvard, 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 alcanza ese límite, una vez desaparecida 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.

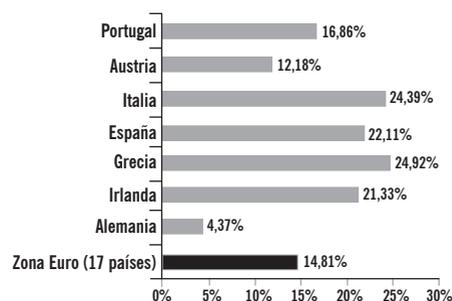
Una explicación complementaria a la antes expuesta sostiene que el nivel de precios depende del stock nominal de deuda pública. Cuando este monto excede ciertos límites, el ajuste se produce vía precios, no siendo ahora necesario que el déficit sea monetizado para que exista inflación, ya que aparecen, 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 a los segundos se asiste a un fenómeno temporal de mayor inflación. Es posible contener este efecto 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 en relación a 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 PIB (véase los siguiente Gráficos). 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.

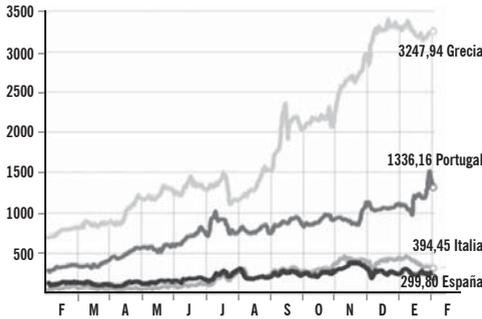
Lo antes expuesto permite tornar a sus respectivos sistemas previsionales como virtualmente difíciles de financiar en términos intertemporales si no se habilita a una reforma parcial de los mismos como, por ejemplo, elevar el número de años para acceder a las respectivas jubilaciones o, eventualmente, elevar los porcentajes de aportes que los futuros jubilados deben realizar.

**Gráfico 1: Variación Costos Laborales Medios, en términos nominales (2002–2011) (países seleccionados)**



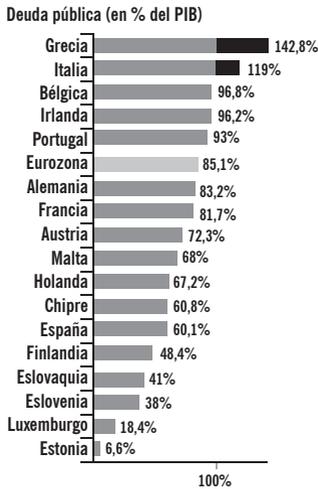
Fuente: Carmen Pagés y Claudia Piras (2010). Elaborado en base a información entre 1990 y 2008.

**Gráfico 2: Spread Bonos Soberanos, con respecto a Bonos Alemanes (países seleccionados)**

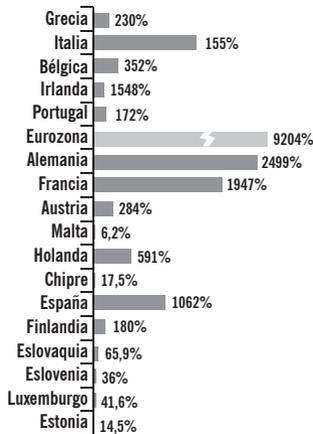


Fuente: Goldman Sachs (2011).

**Gráfico 3: Deuda y PIB Eurozona, 2011 (países seleccionados)**

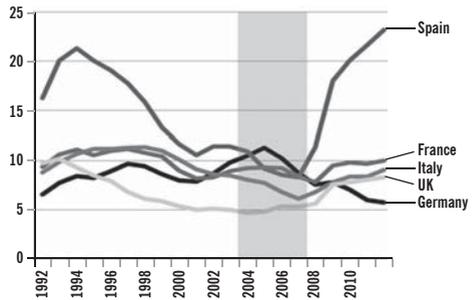


**PIB nominal (en miles de millones de euros)**



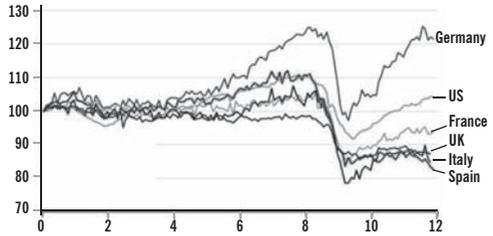
Fuente: Goldman Sachs (2011).

**Gráfico 5: Tasa de Desempleo, 1992–2011 (países seleccionados)**



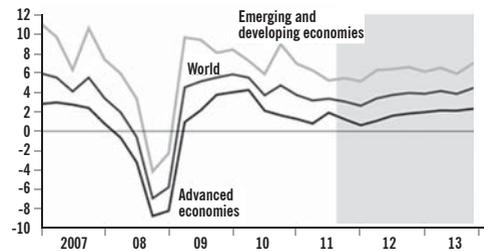
Fuente: OCDE (2011).

**Gráfico 6: Producción Industrial, 2000–2012 (e) (países seleccionados; Año base: 2000=100)**



Fuente: OCDE (2011).

**Gráfico 7: Tasas de Crecimiento por Grupos de Países, 2007–2013 (e)**



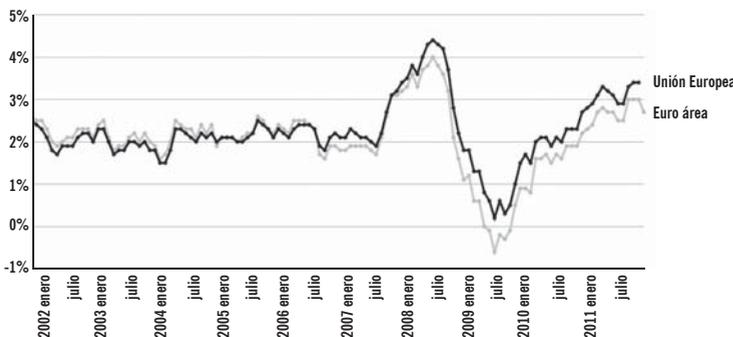
Fuente: IMF (2011).

Los análisis deben, por otro lado, permitir diferenciar la situación en Europa y algunos países grandes del sudeste asiático con aquella que pueda presentarse en Estados Unidos, a pesar del alto grado de interconexión —especialmente financiera— entre todos ellos. En el caso europeo, países como

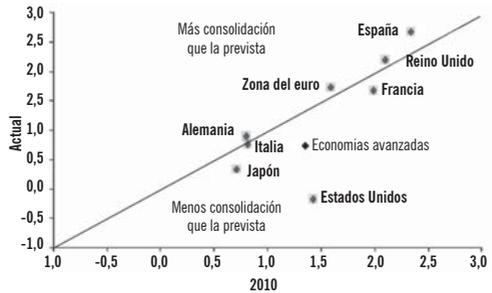
Portugal, Grecia, Irlanda y España deben ser diferenciados de Francia y Alemania. La depreciación del euro, en relación al dólar y al yen en los últimos meses tendrá un impacto inflacionario a mediano plazo por la suba de los precios en los bienes transables respecto a los no comerciados internacionalmente. 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 países europeos antes mencionados aunque, no resolverá sus problemas fundamentales. Uno de estos problemas o quizás el más importante es la baja competitividad de los primeros frente a los segundos (recuérdese que casi 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 geoestratégicas de la Unión Europea se introducen en el escenario de análisis, la elección final a tomarse —más inflación o más deflación— dependerá de la preferencia de los votantes. Esto último respecto a cuán dispuestos estén los votantes de los países en cuestión a aceptar el ajuste anunciado por sus respectivos gobiernos o cuánto sacrificio en términos de tributos futuros acepten los países que hoy no tienen mayores problemas de largo plazo.

**Gráfico 8: Tasas de Inflación —promedio— Unión Europea y Eurozona, 2002–2011**



**Gráfico 9: Consolidación Fiscal por Grupos de Países, 2011 vs. 2010 (Déficit fiscal/PBI)**



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. Esto último, 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 Spread en los bonos de corto plazo del Tesoro norteamericano.

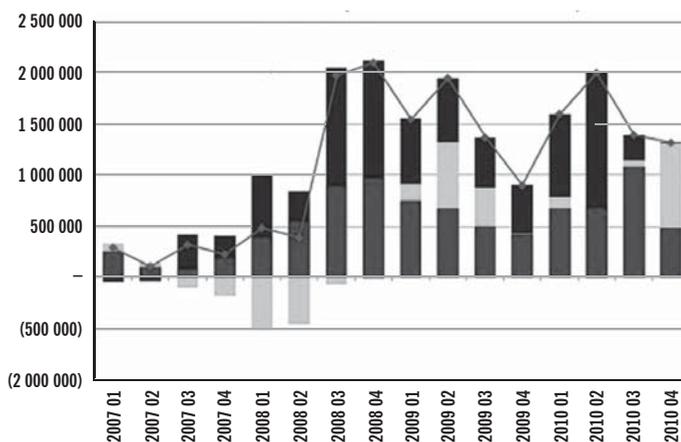
La ausencia de expectativas inflacionarias en los Estados Unidos tiene sus determinantes. En primer lugar, la economía americana tiene más margen de maniobra que la europea. Los bancos han comen-

zado 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, la estricta separación de las ventanillas de inversión —*investmentbanking*— en relación a la ventanilla comercial —*commercialbanking*— así como los mayores controles regulatorios establecidos tras la reciente aprobación de la nueva ley bancaria del Presidente Obama. Todo esto parece indicar que las causas estructurales de la pasada crisis ya han sido digeridas y asimiladas por la totalidad del sistema.<sup>(10)</sup>

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 el sueño europeo de constituirse en alternativa política a Estados Unidos por el liderazgo mundial<sup>(11)</sup>. 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, China sigue exportando deflación a Estados Unidos a través de su moneda subvaluada. Esta política obedece, principalmente, a la necesidad 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.

**Gráfico 10: Financiamiento del Tesoro Americano, 2007–2010 (en millones de US\$)**



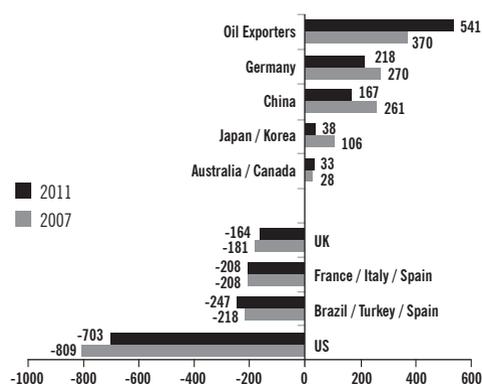
Fuente: Eurostat(2011).

(10) Es este sentido Heymann y Leijonhufvud (1995) realizan un análisis interesante en torno a este tema al argumentar que “Típicamente, cuando el origen de la insolvencia está en el excesivo apalancamiento previo del sector privado, es el gobierno —si es que goza de una buena reputación crediticia— quien estaría en condiciones, a través de su propio endeudamiento y de sus operaciones de inyección de liquidez, de contrarrestar la contracción del gasto de familias y firmas por medio de políticas contra-cíclicas de naturaleza expansiva. Al mismo tiempo, si quieren garantizar que la economía opere no muy lejos de su frontera de posibilidades, las autoridades pueden

verse obligadas en tales circunstancias a coordinar la reescritura de contratos y a compensar —al menos parcialmente— la transferencia de riqueza de acreedores a deudores. De otro modo, librada a su propia suerte —y a través de sus mecanismos descentralizados de desapalancamiento y de la amplificación resultante de los procesos de deuda/deflación— a la economía de mercado podría demandarle un tiempo demasiado prolongado reencontrarse con su vector de “precios y riqueza de equilibrio”.

(11) 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

**Gráfico 11: Saldos de Cuenta Corriente, 2007 y 2011 (países seleccionados, en % del PBI)**



Fuente: OCDE (2011).

A los factores antes enunciados, se debe destacar que el dólar también se ha beneficiado por el *flightto-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 —para el año 2012—, 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 PIB americano.

Existen, sin embargo, pronósticos pesimistas. Estos últimos 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 opta una suba abrupta en la tasa de interés de largo plazo esto va a ser interpretado como una señal que anuncia la llegada de un proceso inflacionario.

Para concluir podemos decir que en el corto plazo lo 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, mientras que, el problema del endeudamiento y el déficit fiscal en ambas regiones puede merecer ajustes, ya sea, a nivel fiscal como con mayor inflación.

## 5. La Economía China y la importancia de su mercado interno

El anuncio formulado en Junio pasado por las autoridades de que China, referente a que esta última, 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).<sup>(12)</sup>

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

(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.

(12) Para un análisis más completo referente al papel del tipo de cambio en el reequilibrio mundial ver Eichengreen and Rua (2010) y Eichengreen B. (2006).

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).<sup>(13)</sup>

Más allá de estas consideraciones, un trabajo reciente de Eichengreen y Rose (2010) intentan extraer luz sobre el impacto de la revaluación china a partir de otras experiencias con igual esquema de reajuste cambiario. Se identifican 27 casos en los cuales 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:

La tasa de crecimiento anual promedio del PIB 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.

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 domésticos (y, por ende, de la capitalización de las empresas operantes).

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 anual por encima del resto), 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.

Teniendo en cuenta lo analizado hasta aquí: ¿Qué es, en definitiva, lo que cabría esperar de la revaluación china? 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 pública. 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 PIB). En caso de presentarse este escenario, el menor crecimiento de China operaría desestimulando el crecimiento de la economía global (por cada punto de contracción en la producción china se evidenciaría alrededor de menos del 10 % de caída en la producción mundial).

Por otro lado, si no operan efectos ingresos y/o riquezas negativos a largo plazo —o bien, el Estado estimula el consumo público— el consumo privado

(13) En este trabajo nos concentramos en el impacto de la política china a la hora de pensar un reequilibrio global pero es de importancia notar que los efectos de las políticas adoptadas por china impactan en forma diferenciada en las economías dependiendo del perfil productivo de las mismas. Para un análisis profundo del impacto de las políticas chinas en torno a las demás economías de Asia ver Eichengreen B., Yeongseop Rhee and Hui Tong (2004); Prasad E. (2009).

podría mantenerse sin cambios o podría llegar a aumentar, con lo cual el impacto sobre la desaceleración en la tasa de crecimiento antes mencionada sería menor. Aunque, es importante aclarar que, se presentaría un impacto pleno sobre las cuentas comerciales externas del país (que desmejorarían). En este contexto, el efecto 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 PIB. Si un aumento del gasto interno significa más consumo, entre otras cosas, en productos importados, China estaría contribuyendo tanto al restablecimiento de la economía mundial como a una mejora en las condiciones de vida —en términos de consumo— de su población.

Por último cabe mencionar que existe otra mirada para analizar la necesidad de una revaluación del yuan. Los desequilibrios comerciales —a favor de China— son la contrapartida de los observados —en forma negativa— para Estados Unidos. Por ende, una apreciación de la moneda china, al recortar el enorme superávit externo de este país, estaría, al mismo tiempo, recortando 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 propias de la economía China. Una de ellas es la coordinación macroeconómica a nivel de las principales economías del mundo, como también, de la corrección de los desequilibrios nacionales de carácter estructural.

## 6. La economía global y sus nuevos actores

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<sup>14</sup> (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, su rol actual, fue gestado luego de la caída del Muro de Berlín, con el triunfo del capitalismo como forma de producción dominante en los hechos. En el año 2000, los PIB conjuntos de estos países sumaban cerca del 15–16 % del PIB global mientras que hoy rondan casi el 20–25 %. Estimaciones privadas indican que para el 2030, su producto conjunto representará cerca del 45 % del PIB 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.

(14) El término BRIC fue creado por un analista del banco de inversión Goldman Sachs, en 2001.

Uno de los factores que explica el fenomenal crecimiento de los BRIC es el nuevo rol que han adquirido sus respectivas clases medias. Esto es observable a través del mayor poder adquisitivo fruto de las transformaciones económicas previas que implicaron movilidad social ascendente, con mayor participación en los flujos comerciales y financieros a nivel mundial. Esto implicó, en particular, para la India y Brasil 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, las cuales determinan su aversión al riesgo como también, 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, esto último, ejercerá una gran presión sobre los recursos naturales. La expansión del consumo impactará de lleno sobre los precios de los commodities. Aunque las nuevas tecnologías puedan aminorar este efecto a través de la implementación de nuevos métodos que permitan

producir donde antes no era posible o generar nuevos tipos de cultivos “impermeables” al cambio climático.

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, en este nuevo contexto cambiario —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. En caso de presentarse una recesión en el mundo industrializado, es de esperar una desaceleración 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”<sup>(15)</sup> en cuanto al rol futuro a jugar por los BRIC.

Algunos observadores creen que, quizás, el principal obstáculo que enfrentarán los BRIC será la actitud que adopten los países del G-7 frente a este cambio en los pesos específicos de los bloques a nivel mundial y en sus respectivas zonas de influencia a nivel regional. En otras palabras el problema residirá en la forma en que estos nuevos actores se ubican dentro del selecto grupo 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 que intentó jugar Brasil frente a Estados Unidos y Europa, como negociador (y garante) ante Irán, demuestra, tras

(15) Lo que en este trabajo llamamos “teoría de la compensación” es la idea de que los BRIC pueden reemplazar en términos de empuje a las actuales economías líderes a nivel mundial, entre ellas la más importante es la economía norteamericana.

las repercusiones de dicho proceso global, cuánto está dispuesta la comunidad occidental a tolerar la incursión de nuevos actores que, por ahora, ha sido tildada de oportunista y carente de efectividad concreta.

En este marco, creemos que el G-20 será el foro en donde se resolverán los problemas anteriormente comentados 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. Nos preguntamos entonces: ¿Es posible, en estos términos, hablar de procesos de convergencia “a la manera occidental”? Si es factible, por ahora eso no parece ser posible.

## 7. Conclusiones

Los temas de análisis contemplados en este trabajo 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 conver-

sión instrumentada con gran éxito en términos de contención de la inflación implicó, dado la subsistencia del déficit fiscal y la imposibilidad de generar competitividad, que la “corrección” se instrumentara vía endeudamiento externo. 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 y la comprensión de que las mismas no son, por sí solas, una solución en términos de corrección de los desequilibrios internos.

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 enfrentando 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. 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 expuesto anteriormente está tras los reclamos —internos y externos— a China por una mayor flexibilidad en su mercado cambiario. China ha 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. En la actualidad China, representa una importante —pero relativamente baja— participación en el PIB mundial, comparado con Estados Unidos. Por ende, una apreciación cambiaria en la moneda china que lleve a un crecimiento del gasto

de consumo doméstico no podría ser compensada por la reversión en la misma variable a nivel de los Estados Unidos.

Por último, el rol de los BRIC es hoy una promesa. Lejos están estos países, por sus particularidades propias, su historia, sus intereses estratégicos y hasta su ubicación geográfica —que implica qué tipo de problemas regionales recibe como “exter-

nalidad”— de convertirse en un bloque económico y con suficiente consenso político para alcanzar un mayor peso a nivel de la toma de decisiones globales. La suma simple de sus respectivos productos brutos individuales es sólo un indicador que nos muestra la presencia de potencialidad más que una realidad concreta.

### Bibliografía

- Caruana J. and Narain A. (2008). *Banking on More Capital*, Finance & Development, International Monetary Fund.
- Dodd R. (2007). *Subprime: Tensacle of a Crisis*, Finance & Development, International Monetary Fund.
- Dodd R. and Mills P. (2008). *Outbreak: U.S. subprime contagion*, Finance & Development, International Monetary Fund.
- ——— (2006). *China's Exchange Rate Regime: The Long and Short of It*, University of California Berkeley.
- ——— (2009a). *The Financial Crisis and Global Policy Reforms*, University of California, Berkeley.
- ——— (2009b). *Out of the Box Thoughts about the International Financial Architecture*, International Monetary Fund.
- Eichengreen B. and Rose A. (2010). *27 Up: The implications for China Abandoning its Dollar Peg*, University of California at Berkeley.
- Eichengreen B. and Rua G. (2010). *Exchange Rates and Global Rebalancing*, University of California at Berkeley.
- Eichengreen B., Yeongseop Rhee and Hui Tong (2004). *The Impact of China on the Exports of Other Asian Countries*, KIEP/Claremont.
- Eurostat (2011). notas varias.
- Feldstein M. (2008). *Credit and the Real Business Cycle*. Jornadas Monetarias y Bancarias 2008, Banco Central de la República Argentina.
- Heymann D. (2011). *La Macroeconomía y el Presente Griego; Crisis de sobre-endeudamiento: rasgos generales*, Colectivo Económico.
- ——— (2009). *Notas sobre variedades de crisis*, Ensayos Económicos, Banco Central de la República Argentina.
- Heymann, D. and Leijonhufvud, A. (1995). *High Inflation: The Arne Ryde Memorial Lectures*. Clarendon Press, Oxford.
- IMF (2011). notas varias.
- Kaminsky G., Reinhart C., and Végh C. (2008). *When it Rains, it Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies*, NBER Working Paper No. 10780
- Khor Hoe Ee and Kee Rui Xiong (2008). *Point of view; Asia: A Perspective on the Subprime Crisis*, Finance & Development, International Monetary Fund.
- Mayer C. and Pence K. (2008). *Subprime Mortgages: What, Where, and to Whom?*, Lincoln Land Institute Conference.
- Obstfeld, M. (2009). *Lenders of Last Resort in a Globalized World*, Institute for Monetary and economic Studies, Bank of Japan.
- Prasad, E. (2009). *Rebalancing Growth in Asia*, NBER Working Paper No. 15169.
- Reinhart C. and Reinhart V. (2008). *Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present*, NBER Working Paper No. 14321.
- Reinhart C. and Rogoff K. (2008). “Banking Crises: An Equal Opportunity Menace”, NBER Working Paper No. 14587.
- Goldman Sachs (2008). notas varias.
- OCDE (2011). notas varias.