

Un mundo en crisis

Informe Mensual Noviembre

Martes 30 de noviembre de 2010

labourcapitalgrowth

Castañeda 1873 – Oficina 17

(5411) 4787-2326

www.lcgsa.com.ar

contacto: info@lcgsa.com.ar

Editorial

A un mes de la muerte de Néstor Kirchner, los lineamientos esbozados una vez sucedido el hecho parecieron confirmarse en el escaso tiempo transcurrido. La desaparición de la figura excluyente encargada de realizar el armado político del gobierno de CFK, puso al Partido Justicialista en estado de hibernación. El “efecto duelo” implicó una revalorización de la figura de la presidenta que motivó un salto discreto en distintas encuestas: su imagen positiva se encuentra en niveles sólo comparables a los de principios de 2008 (muy poco tiempo después de haber asumido la presidencia y cuando todavía estaba latente su promesa de dotar al gobierno de una mejora en la calidad institucional). Ante este nuevo escenario, en el cual la presidenta podría (si así lo deseara) intentar con buenas perspectivas su reelección, la respuesta natural de aquellos dirigentes justicialistas que estaban próximos a dar el salto fue la de congelar automáticamente todos los intentos de diferenciación y recluirse en sus distritos.

En el primer mes sin NK, la presidenta mostró algunos gestos de continuidad con el modelo de construcción política kirchnerista (por ejemplo abortando cualquier tipo de negociación para lograr la aprobación del Presupuesto 2011) pero que combinó con otros novedosos: el intento por lanzar finalmente el Consejo Económico y Social (CEyS) con empresarios y sindicatos (tendiente a moderar la puja distributiva) y el pedido de asistencia técnica al FMI para elaborar un IPC de alcance nacional. Más allá de que en ambos casos se trata esencialmente de cortinas de humo con el propósito de ganar tiempo que no corrigen los problemas de fondo, lo cierto es que se trata de gestos de moderación que resultaban impensados antes del 27 de octubre. El CEyS difícilmente pueda tener éxito si no tiene su complemento “ortodoxo” fiscal y monetario; y el pedido de asistencia técnica al FMI para elaborar un IPC nacional porque “en La Pampa se consume más carne que en Chubut” –como señaló el director técnico del

INDEC- sólo se puede entender por las presiones de la comunidad financiera internacional en el marco de la negociación con el Club de París.

Pero el mayor impacto de la muerte de NK se dio sobre la oposición. La discusión en el debate del presupuesto 2011 (con denuncias de compra de votos incluidas) puso de relieve este escenario de fragmentación. El sonoro portazo con el cual Reutemann abandonó la mesa chica del Peronismo Federal dejó en claro que el único factor amalgamador de este agrupamiento era la presencia de NK. Con su muerte, el bloque se puso al borde de la fractura: ahora se divide en el ala moderada (Das Neves y Solá) y la dura (Duhalde, los Rodríguez Saá, Romero, Puerta, etc).

La UCR, tan afecta a las luchas intestinas, se embarcó en disputas parlamentarias por migajas: el alfonsinismo incumplió un acuerdo previo y desplazó al cobista Oscar Aguad de la jefatura del bloque de diputados, decisión que generó coletazos en la bancada del senado (con intentos –fallidos- para separar al alfonsinista Morales). Además de las dudas de Cobos con respecto a su candidatura presidencial que emergieron luego del fallecimiento de NK, el partido sumó un nuevo precandidato presidencial: el presidente del partido Ernesto Sáenz. Por último, Carrió anunció que la Coalición Cívica deja definitivamente el Acuerdo Cívico y Social (decisión que no generó mayores disgustos en sus ex-socios) y que muy probablemente se presentará como candidata presidencial. Ante semejante escenario de disgregación de la oposición, no debe extrañar la reevaluación pública del gobierno de CFK.

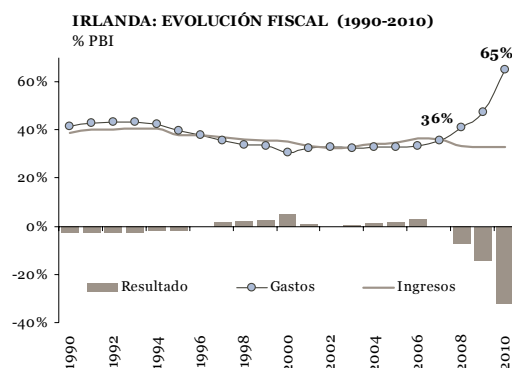
La crisis internacional sumó un nuevo capítulo esta semana con el auxilio financiero de la UE y el FMI a Irlanda. Teniendo en cuenta el panorama sombrío que enfrenta la economía mundial (y de forma particular Europa), el Informe analiza detalladamente las causas del colapso irlandés y las implicancias a futuro de un mundo desarrollado en crisis.

El tigre (celta) dejó de rugir

En el Informe Mensual de Mayo (en ocasión del rescate de Grecia) habíamos mencionado que el mundo desarrollado vivía una “recuperación entre algodones” y que, más allá de la respuesta positiva de los índices bursátiles, las perspectivas futuras mostraban muchos más interrogantes que certidumbres. La cuantiosa intervención monetaria y fiscal fue exitosa en términos de ponerle un piso a la crisis y evitar que se repitiera la dolorosa experiencia de la Gran Depresión de la década del '30; pero **se mostró insuficiente para poner al mundo desarrollado nuevamente en la senda del crecimiento económico**. Las noticias recientes confirmaron esta presunción.

Apenas días después de la insustancial reunión del G20 en Seúl (en la cual no se llegó a ningún acuerdo relevante), le tocó el turno a otro de los PIIGS: Irlanda. **Debido a la creciente incertidumbre de los mercados y la consecuente elevación del costo de financiamiento** (el rendimiento de los títulos públicos de 10 años se disparó por encima del 9%), **no tuvo otra alternativa que aceptar la cuantiosa asistencia recientemente aprobada de la Unión Europea y del FMI**. El auxilio se realiza en el marco del programa de Facilidad para la Estabilidad Financiera de Europa, por un monto de € 85.000 M (2/3 aportados por la UE y el resto por el FMI), 3 años de plazo y una tasa del 5,8% (levemente superior al 5,2% que obtuvo Grecia). El paquete de ayuda equivale nada menos que al 58% del PBI irlandés, del cual se destinarán € 35.000 M exclusivamente a sanear al sistema financiero, el resto actuará como una especie de fondo de prevención y a financiar los vencimientos de deuda de los próximos años.

Si bien el gobierno irlandés contaba con recursos para afrontar los vencimientos de deuda hasta mediados de 2011 (debido a colocaciones realizadas de forma anticipada), debió ape-



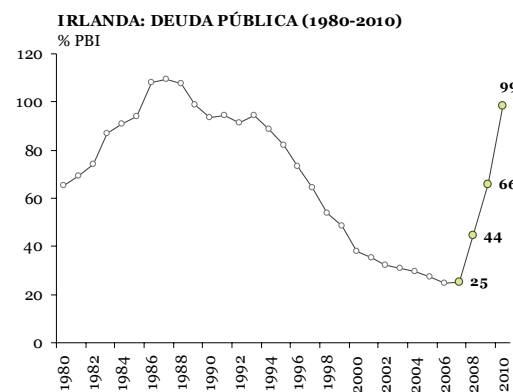
Fuente: LCG en base a Dep. de Finanzas de Irlanda

lar al financiamiento externo para continuar el proceso de recapitalización del sistema bancario e intentar poner fin al drenaje de depósitos al que estaba siendo sometido.

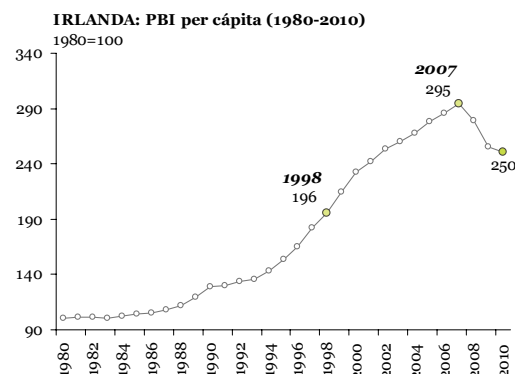
Cabe destacar que **el sistema bancario irlandés es el pilar esencial sobre el cual se estructura su economía, y equivale a 4 veces su PBI**. De hecho, buena parte del escalofriante agujero fiscal estimado para este año (32% del PBI) se explica por la emisión de nueva deuda destinada al rescate del sistema bancario realizado el año pasado, que incluyó la nacionalización de su principal institución (*Anglo Irish Bank*)¹. Desde 2007 el gobierno irlandés destinó € 50.000 M a sus bancos, lo que motivó que **el ratio deuda/PBI se multiplicara por 4 (actualmente es del 100%)**.

De ser una economía en crisis en la década del '80 y el país más pobre de Europa occidental, se transformó en el milagro irlandés: **el PBI per cápita se triplicó entre fines de los '80 y 2007**, ubicándose en el 3º lugar en la comparación internacional y **34% por encima del PBI per cápita alemán**². En una primera etapa, el boom irlandés se explicó por una agresiva política de reducción de la carga tributaria (con una alícuota del impuesto a las ganancias a las empresas del 12,5%, que incentivó la radicación de empresas extranjeras), la disponibilidad de una mano de obra calificada de habla inglesa y relativamente barata, y la consolidación del proceso de integración económico europeo (incentivando la instalación de empresas norteamericanas que quisieran hacer pie para abastecer al bloque europeo).

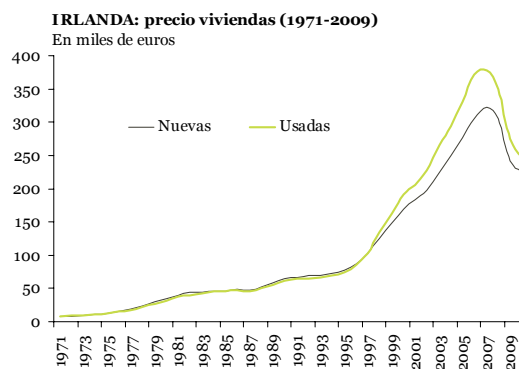
Más recientemente **el motor del crecimiento económico se concentró en el sector de la construcción, que estuvo financiado por el ingreso de capitales desde el exterior**. Como consecuencia de ello, se produjo una



Fuente: LCG en base a Dep. de Finanzas de Irlanda



Fuente: LCG en base a CSO Irlanda



Fuente: LCG en base a Dep. de Finanzas de Irlanda

¹ De excluirse el rescate a los bancos, el déficit fiscal de 2010 sería del 12% del PBI.

² En base al PBI per cápita con Paridad del Poder Adquisitivo.

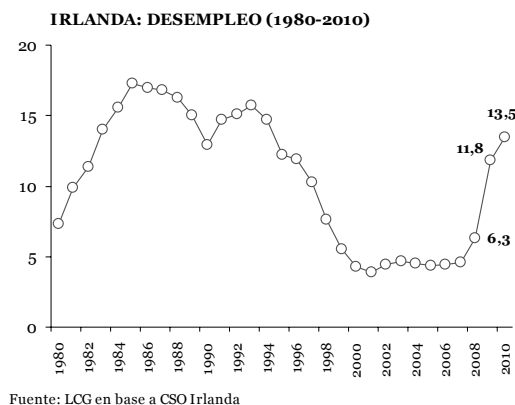
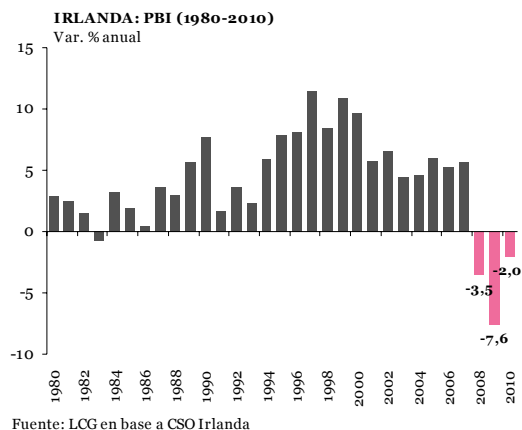
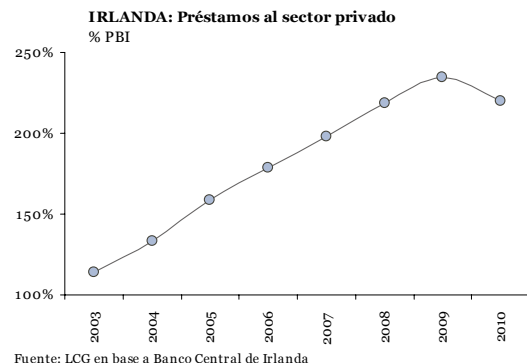
enorme burbuja inmobiliaria que triplicó los precios de las viviendas entre 1997 y 2007.

Este proceso comenzó con la adopción del euro en 1999: desde ese momento se produjo un masivo ingreso de capitales suscitado por la eliminación del riesgo cambiario y las bajas tasas de interés existentes en las principales economías del mundo (promovidas por los principales gobiernos del viejo continente para motorizar a sus alicaídas economías). El ingreso de fondos se tradujo en financiamiento barato al sector privado y la consecuencia fue que el endeudamiento privado creció fuertemente: las deudas de los hogares se duplicaron entre 2002 y 2007, ubicándose actualmente en poco más del 200% del ingreso disponible.

De hecho, los problemas del sector bancario irlandés se relacionan esencialmente con la explosión de la burbuja inmobiliaria (los precios de los inmuebles son actualmente un 40% inferiores a los de 2007), debido a su altísima exposición al sector. **A diferencia de Grecia, en Irlanda no fue el Estado el que promovió la crisis por el lado fiscal, sino el sector privado con su altísimo endeudamiento.** En todo caso, el Estado falló por omisión dado que no actuó para supervisar adecuadamente tamaño crecimiento del financiamiento.

Con el derrumbe del sector inmobiliario, **la economía entró en una auténtica depresión:** la caída acumulada del PBI es del 13%, el desempleo se disparó al 14% y la recaudación de impuestos se desplomó un 30% entre 2007 y 2009 (la merma en los recursos –de € 14.000 M- equivale al 10% del PBI). La disparada en el costo del financiamiento de los últimos días fue el *coup de grâce* para la golpeada economía irlandesa, que no tuvo otra alternativa que aceptar el cuantioso paquete de ayuda de la UE y el FMI.

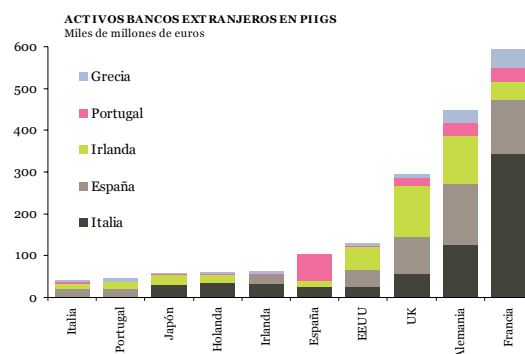
Desde la óptica de las autoridades europeas, no intervenir activamente auxiliando a Irlanda podía implicar un riesgo



sistémico significativo para el resto del bloque. Por el tamaño de su deuda en el exterior, luego de Italia y España, Irlanda es el tercer país en importancia dentro de los PIIGS. **Si bien todos los países europeos tienen una alta vinculación con la deuda irlandesa, los países más expuestos son Inglaterra y Alemania:** los bancos ingleses y alemanes tienen un 40% de la deuda irlandesa en el exterior (que representa el 7% y 4% del PBI, respectivamente).

Obviamente, ante semejante cuadro de situación no es de extrañar que la crisis económica diera lugar a una creciente incertidumbre política. Apenas anunciado el paquete de ayuda, el Partido Verde (integrante de la coalición de gobierno) anunció que retirará su apoyo y le pidió al primer ministro Cowen que llame a elecciones anticipadas para enero próximo. En pocos días más, el primer ministro irlandés estará enviando al Parlamento el presupuesto 2011 que prevé un drástico ajuste fiscal del 10% del PBI para los próximos 4 años (€ 15.000 M, 40% el año próximo) e incluye la reducción del 8% de los empleos públicos, del salario mínimo, de las prestaciones sociales por desempleo e hijos y la elevación de la alícuota del IVA (del 21% actual a 23% en 2014). Siendo este ajuste una condición para recibir el auxilio financiero, las crecientes tensiones políticas podrían complicar su aprobación en el Parlamento (de hecho, en los últimos días los mercados financieros reflejaron esta incertidumbre).

El paquete de ayuda recientemente aprobado por la UE le permite a las autoridades irlandesas comprar algo de tiempo a la espera de que se revierta el panorama económico y se restablezca la confianza en su sistema bancario. **Pero no resulta nada sencilla la salida del laberinto.** El severo ajuste propuesto por el Gobierno para los próximos años difícilmente pueda ser reactivante en términos de la actividad económica doméstica, lo que acentuaría la severa crisis que actualmente atraviesa Irlanda.



Fuente: LCG en base a BIS

Más allá de la cuestión puntual irlandesa, lo cierto es que **el panorama luce muy complicado para el bloque europeo**. En mayo fue Grecia, ahora le tocó el turno a Irlanda y es muy probable que Portugal sea el primero en la lista de espera. En los tres casos se trata de economías relativamente pequeñas (apenas contribuyen con menos del 5% del PBI europeo que sumadas representan apenas la mitad del PBI español y 1/3 del italiano), en las cuales el mayor riesgo de las crisis se relaciona con el efecto dominó que podrían generar en otros países más grandes que también han estado bajo fuerte presión de los mercados financieros a lo largo de 2010. Claro está, **el impacto de un colapso español o italiano en el conjunto del bloque podría ser muy distinto**.

El dilema europeo

Europa sigue sin poder encontrar la salida de la crisis: pese a que en el 2T-10 los números fueron algo mejores (+4% en términos anualizados), **ninguno de los 16 países de la zona Euro (UE16) ha recuperado el nivel de actividad económica previo a la crisis** (en conjunto están todavía un 3,5% por debajo). Sumado a un crecimiento anémico (se estima una expansión de 1,7% para el bloque en 2010), **las profundas asimetrías hacia el interior representan un factor de riesgo adicional**.

Se distinguen 3 grupos de países bien diferenciados. En primer lugar, **los que crecen fuerte como Alemania y Suecia** (en el 2T-10 se expandieron en términos anualizados 9,7% y 8%, respectivamente). En particular, Alemania representa el motor de la región (explicó 63% del crecimiento en el 2T-10) y aún cuando se espera cierta moderación en la expansión de sus exportaciones (en el 3T-10 las exportaciones netas explicaron el 40% de la suba del PBI alemán) por el

Principales países de la UE: PBI a precios constantes

	Brecha c/ Max. Anterior	Tasa trim. anualizada			Proyecciones FMI	
		4T-09	1T-10	2T-10	2010	2011
Alemania	-2,4%	1,1%	2,3%	9,7%	3,3%	2,0%
Suecia	-3,1%	2,4%	5,9%	8,0%	4,4%	2,6%
Austria	-2,9%	1,4%	0,0%	5,0%	1,6%	1,6%
R. Unido	-4,6%	1,4%	1,8%	4,6%	1,7%	2,0%
Bélgica	-1,6%	1,8%	0,4%	4,3%	1,6%	1,7%
UE 16	-3,5%	0,7%	1,5%	4,0%	1,7%	1,5%
Holanda	-2,7%	2,2%	2,1%	3,6%	1,8%	1,7%
Suiza	-0,1%	2,8%	4,2%	3,5%	2,9%	1,7%
Francia	-2,1%	2,2%	1,1%	2,5%	1,6%	1,6%
Italia	-5,6%	-0,4%	1,6%	2,0%	1,0%	1,0%
España	-4,5%	-0,7%	0,3%	1,3%	-0,3%	0,7%
Portugal	-1,8%	-0,8%	4,6%	1,1%	1,1%	0,0%
UE 27	-3,5%	0,3%	0,4%	1,1%	1,7%	1,6%
Irlanda	-13,4%	-9,8%	9,5%	-4,9%	-0,3%	2,3%
Grecia	-5,6%	-3,0%	-3,0%	-6,8%	-4,0%	-2,6%
Islandia	-16,3%	-1,3%	-4,7%	-11,7%	-3,0%	3,0%

Fuente: LCG en base a Eurostat

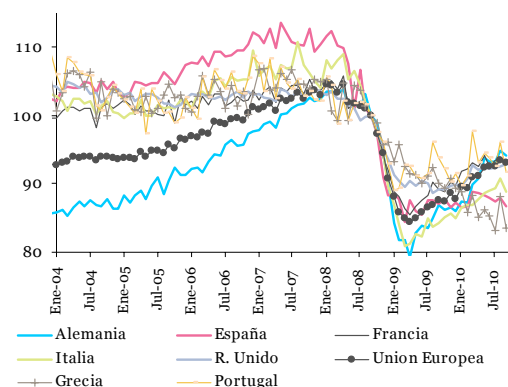
menor crecimiento de sus socios comerciales europeos³, el país germano se encuentra dentro de los que más crecerán en Europa en el año (3% según el FMI). El segundo grupo lo conforman los países que crecen en torno al promedio de la región, dentro de los cuales se encuentran el Reino Unido, Suiza, Holanda y Francia. **Y finalmente los PIIGS e Islandia, que mostrarán un crecimiento muy bajo en 2010 (Portugal e Italia) o directamente negativo.**

La actividad industrial amplifica estas divergencias. Pese al crecimiento que tuvo lugar en los últimos 17 meses, sólo recuperó el 50% de lo perdido durante la crisis y todavía se encuentra operando, en promedio, un 11% por debajo del máximo previo. Nuevamente Alemania es el motor sectorial (desde el piso de la crisis, su crecimiento duplicó al promedio del bloque), a la vez que España y Grecia se encuentran todavía un 20% por debajo del techo pre-crisis.

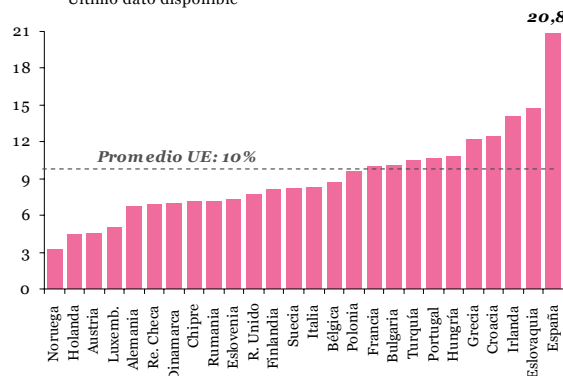
Como consecuencia de la menor actividad económica, **el desempleo se mantiene en niveles elevados y no da muestras de mejora.** La tasa de desempleo promedio del bloque europeo es de 10% (3 pp por encima del valor de 2007) y también se observan diferencias sustanciales entre los países. Mientras que en Alemania la desocupación es del 6,7%, en España es 3 veces superior (20%) y afecta a 4,6 millones de trabajadores. Con la excepción de Italia (8,3%), los PIIGS son los principales damnificados por la falta de empleo con valores claramente por encima del promedio europeo.

Todas las características de la actual crisis financiera internacional están presentes en Europa: sobreendeudamiento (público y privado) y *boom* inmobiliario previo a la crisis, desequilibrios externos, sistema bancario con dificultades y crecientes presiones para moderar el gasto en un

Principales países de la UE: Producción industrial. Índice base Sep-08=100, sin estacionalidad



Tasa de desempleo
 Último dato disponible



Fuente: LCG en base a Eurostat

³ El 39% de las exportaciones germanas tienen como destino a los 16 países de la Euro zona (y 63% en el caso del total de la Unión Europea).

contexto recesivo y de alto desempleo. La cuestión es que **este difícil panorama se agrava por su particular configuración económica, en la cual conviven bajo una misma moneda países con estructuras productivas, fiscales, y productividades sustancialmente distintas.**

Las presiones políticas para atenuar los abultados desequilibrios fiscales principalmente vía reducción del gasto (aún en aquellos países grandes que no tendrían mayores inconvenientes para financiarlos), **complican aún más el cuadro de situación.** No sólo por el efecto sobre la alicaída actividad económica del bloque, sino también por la creciente conflictividad social e incertidumbre política que representaría el desmantelamiento acelerado del estado de bienestar europeo.

En algunos países el ajuste tiene mucho más que ver con una cuestión ideológica (aprovechar el contexto actual de crisis para reducir la asistencia estatal y corregir los excesos del estado de bienestar) **que con una opción forzada por un nivel de deuda insostenible y la elevación del costo de financiamiento.** Aún sin pertenecer a la zona del Euro, **Gran Bretaña** (con el agresivo paquete de recorte fiscal anunciado el mes pasado por el gobierno *tory* con el difuso objetivo de “restablecer la confianza”) **es el caso paradigmático en este sentido:** el rendimiento del bono del tesoro a 30 años es actualmente apenas superior al 4%. Dicho en otras palabras: nadie duda que es necesaria una moderación del desequilibrio fiscal en Gran Bretaña (11% del PBI en 2010), **lo que se cuestiona es el timing de una reducción drástica del gasto en el contexto de una economía estancada** (que podría morderse la cola y agravar todavía más el panorama fiscal).

Con un sector privado que consume poco para disminuir su nivel de endeudamiento, un sector público prácticamente sin margen (ya sea por obligación o bien por convicción) para

seguir compensando vía política fiscal la retracción de la demanda privada, un sistema bancario en problemas y perspectivas sombrías para la actividad económica en el corto plazo, **el único componente que podría dinamizar la economía europea es un salto de las exportaciones** (como el que por ejemplo está teniendo lugar en Alemania). Ahora bien, **¿es factible una salida liderada por el sector externo?**

El primer problema es la alta “dependencia europea” de las exportaciones del bloque: la mitad de las exportaciones europeas se destinan a países del bloque, **lo que en la práctica las vuelve insensibles a cambios en la paridad del Euro**⁴. Es decir, su evolución se explica esencialmente por la marcha de la actividad económica en el interior de la propia Europa. Malas perspectivas por este lado.

El segundo problema se relaciona con las **asimetrías en los “requerimientos cambiarios”** necesarios para el restablecimiento del equilibrio externo en cada uno de los países de la zona del Euro: mientras que al nivel cambiario actual Alemania obtendrá un superávit en cuenta corriente del 6% del PBI en 2010, los PIIGS tendrán un déficit promedio equivalente al 6,4% del PBI. Independientemente de la viabilidad de una salida a través de un Euro debilitado, **es claro que no resulta nada sencillo encontrar una paridad que satisfaga simultáneamente las necesidades de todos los países del bloque**. Asimismo, la política monetaria norteamericana tendiente a depreciar el dólar (absolutamente razonable desde su perspectiva particular, pero que aleja la posibilidad de una salida coordinada de la crisis mundial) pone más presión por el lado de las cuentas externas europeas.

⁴ En caso de tomarse los 27 países de la Unión Europea, el comercio intrazona asciende a 2/3 del total.

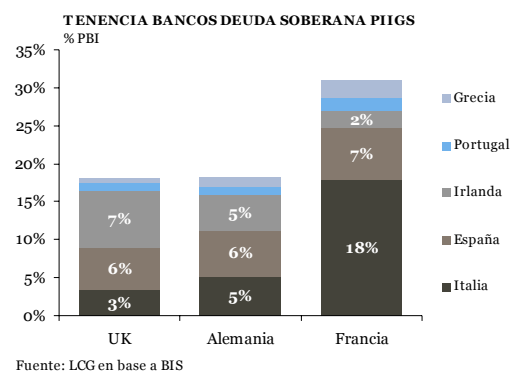
Países de la UE 16
Comercio intrazona en % del comercio total
Año 2009

	Export.	Import.
Luxemburgo	72,7%	85,7%
Portugal	63,3%	69,1%
Bélgica	62,9%	61,1%
España	57,4%	51,5%
Holanda	56,2%	35,9%
Eslovenia	54,8%	66,3%
Austria	54,5%	61,4%
Eslovaquia	49,3%	35,7%
Total UE16	49,3%	46,2%
Francia	48,9%	49,7%
Grecia	43,4%	45,4%
Italia	43,4%	45,9%
Alemania	43,0%	39,8%
Irlanda	41,7%	24,1%
Chipre	38,0%	58,3%
Malta	34,4%	55,4%
Finlandia	31,0%	32,9%

Fuente: LCG en base a International Trade Center

Lo cierto es que Europa está en problemas, y las perspectivas no son nada satisfactorias en el futuro mediato. En el mientras tanto, la “estrategia” de las autoridades de la Unión Europea es la de tratar de intervenir en su rol de “bombero financiero” lo más rápido posible en las economías en crisis –las más pequeñas, por ahora- para evitar su propagación hacia el resto del bloque. La celeridad en la asistencia a Irlanda contrastó notablemente con las numerosas idas y vueltas en ocasión del rescate helénico de mayo pasado. **Rescate que, debe decirse, no implicó un cambio sensible en la situación económica de los países afectados sino sólo la posibilidad de prolongar en el tiempo la difícil situación actual.**

Más pronto que tarde, es esperable que la caída de una economía de peso del bloque (España es el “candidato natural”, pero no el único) termine por afectar la estabilidad general del bloque por el impacto que generaría sobre el sistema bancario de los países más sólidos (por su alta exposición en títulos públicos). De ser el caso, el resultado natural será poner en el centro de la discusión dos aspectos estructurales de la situación europea que por el momento se mantienen latentes: **1) la sostenibilidad (y deseabilidad) del esquema de moneda única para países con realidades tan disímiles, y 2) si en lugar de seguir incremento el endeudamiento de los países afectados no sería razonable generar un mecanismo coordinado de reestructuración de pasivos que alivie las cuentas fiscales y sincere la verdadera capacidad de repago de los países afectados**⁵.



⁵ En este sentido, la propuesta alemana tendiente a generar un mecanismo coordinado de reestructuración de deudas que empezaría a funcionar recién a partir de 2013 luce muy lejana en el tiempo, dada la magnitud de los problemas actuales.

Balances poco balanceados

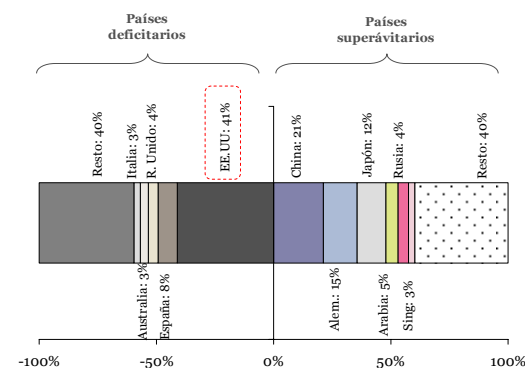
Las políticas económicas implementadas para paliar los efectos de la crisis y salvar de la quiebra generalizada al sector financiero implicaron la transformación de deuda privada en deuda pública, con el consecuente impacto sobre las cuentas fiscales de los países. Sin embargo, **poco lograron en términos de la corrección de los desbalances globales.**

¿Cuál era la foto de 2007? Tomando el bloque de los países con saldo deficitario en su cuenta corriente, destacaba los EE.UU. (absorbiendo nada menos que el 41% del déficit mundial), seguido por países europeos (excepto Alemania) que explicaban un 15% adicional del déficit mundial. El desequilibrio de los EE.UU. (el “consumidor de última instancia”) era financiado prácticamente en su totalidad por China y Alemania, seguido por Japón, Rusia y las economías del sudeste asiático. **Mirando la foto de 2010, se observa que este desequilibrio estructural de la economía mundial se ha mantenido prácticamente inalterado. No existen fuerzas naturales que corrijan los desbalances globales.**

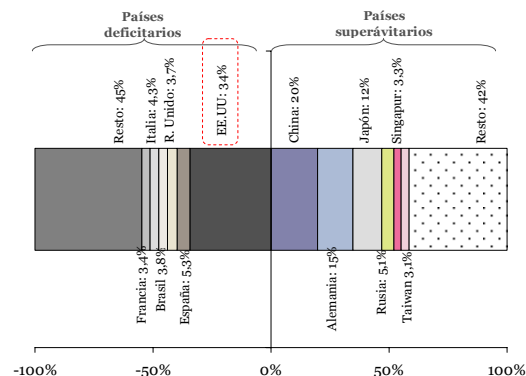
El problema es que los fundamentos macro heredados luego de la crisis dificultan la posibilidad de una recuperación vigorosa de la actividad económica y los niveles de empleo en el mundo desarrollado.

El salvataje al sistema financiero permitió sanear las hojas de los balances de los bancos, pero el hiper endeudamiento previo de las familias y la destrucción de riqueza asociada a la crisis imponen un largo y doloroso proceso de desapalancamiento y aumento de la tasa de ahorro para recomponer el patrimonio. Pese a contar con abundante liquidez, los bancos no prestan porque aún en un escenario de tasas de interés extraordinariamente bajas nadie está dispuesto a contraer nuevo endeudamiento. Si a ello se le suma un mercado labo-

Superávit de cuenta corriente 2007
En % del total mundial



Superávit de cuenta corriente 2010
En % del total mundial



ral que sigue complicado, **difícilmente podrá ser el consumo interno el factor que dinamice la actividad económica.** Dadas estas perspectivas, las empresas se mantienen a la defensiva y la inversión privada tampoco repunta.

En una primera etapa, **el sector público fue el encargado de dinamizar la actividad económica a través de una política fiscal extraordinariamente expansiva.** Esta es la razón que explica la incipiente recuperación que mostró el mundo desarrollado a partir del 3T-09. Ahora bien, una vez que los desequilibrios fiscales alcanzan magnitudes tales que ponen en tela de juicio la solvencia de largo plazo de las economías, el margen del sector público para seguir incentivando la demanda agregada se acota sensiblemente. Sin consumo privado, inversión ni política fiscal, **la única alternativa para sacar al mundo desarrollado del letargo es un salto por el lado de las exportaciones.**

Con el mundo desarrollado mostrando un crecimiento anémico, una salida liderada por las exportaciones que permita cumplir con el doble objetivo de poner a la economía nuevamente en crecimiento y corregir los desbalances globales requiere inevitablemente de un aumento de la demanda por parte de China y del resto de las economías emergentes superavitarias.

Este proceso puede darse a través de una cooperación internacional que permita una salida coordinada a la crisis o bien como consecuencia de **devaluaciones competitivas unilaterales que “exporten” el problema al resto del mundo.** Más allá de las declaraciones amables de ocasión, dada la magnitud de los desequilibrios actuales no parece probable que en el futuro cercano se produzca una salida consensuada.

Todas las miradas del mundo desarrollado apuntan al mundo emergente y de forma particular a China, por su persis-

tencia en mantener al yuan devaluado y prácticamente fijo con respecto al dólar. Ahora bien, **¿es suficiente una revaluación del yuan para devolverle vigor a la actividad económica en el mundo desarrollado?**

Un partido de dos grandes

A lo largo de la historia el mundo convivió con países con superávit y países con déficit comercial. Los países con déficit eran financiados con el ahorro de los países con superávit. Sin embargo, en los últimos tiempos dos actores sobresalen claramente por sobre el resto: **China y EEUU. Mientras que el país asiático tiene el mayor superávit externo del planeta, EEUU tiene el mayor déficit.**

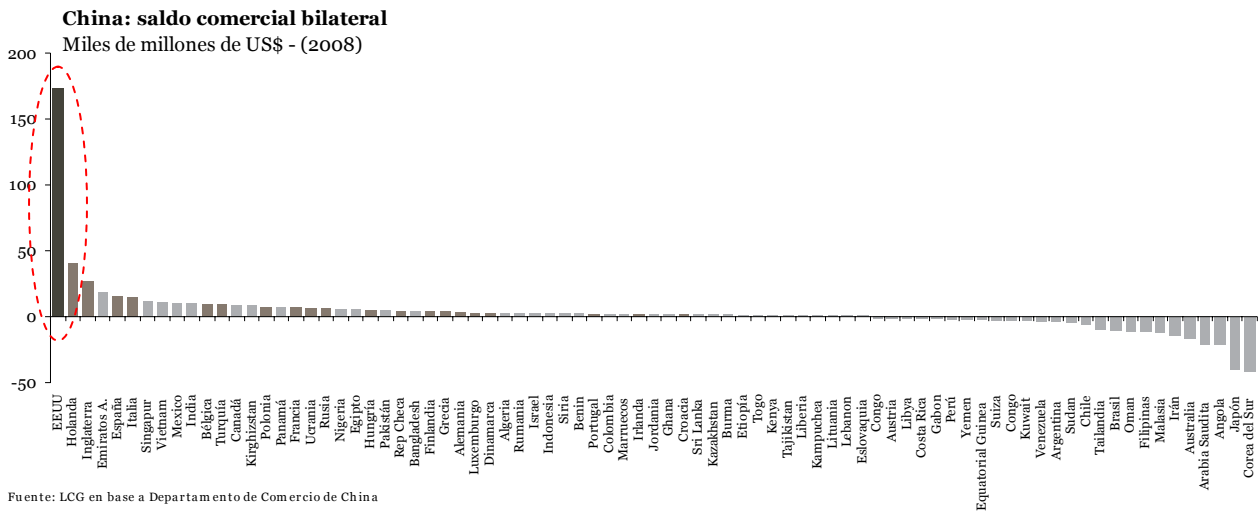
La relación bilateral entre estas dos potencias también es bien despareja. Al observar cómo está compuesta la balanza comercial china, salta a la luz claramente el importante peso de EEUU: sólo este país **explica el 90% del superávit comercial chino**. A su vez, **China explica el 50% déficit comercial norteamericano** (en 2000 representaba el 25%). Más precisamente, la diferencia está explicada por las bajas compras de bienes norteamericanos por parte de China (mientras que las exportaciones chinas a EEUU representan el 18% del total, las importaciones provenientes de EEUU son sólo el 7% del total). Adicionalmente, Europa en su conjunto también presenta un importante desequilibrio, aunque al menos sus ventas a China duplican a las norteamericanas en términos absolutos.

China: comercio exterior

Sep-09 / Ago-10
Miles de millones de US\$

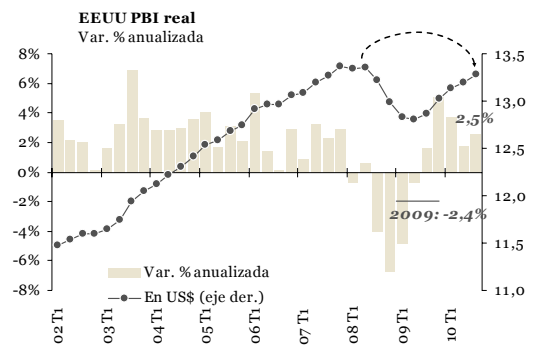
	X	M	Saldo
EEUU	263	94	169
Europa	328	201	126
Resto Norteamérica	21	13	8
Latam	81	74	7
África	56	63	-6
Oceanía	30	56	-26
Asia	682	773	-91
TOTAL	1.461	1.274	187

Fuente: LCG en base a Departamento de Comercio Chino



Por supuesto, esta foto favorece ampliamente al país asiático. Estados Unidos intentó explorar el camino de la coordinación y propuso en la reunión del G20 realizada en Corea limitar cuantitativamente los superávit y déficit externos de los países en pos de evitar excesos como los actuales. Como era de esperar la propuesta no prosperó, principalmente por la oposición china acompañada por Alemania y Japón. Dado este cuadro de situación, **EEUU busca que su moneda gane competitividad vía depreciación para mejorar sus cuentas externas.**

Ante la desalentadora evolución que viene mostrando la economía estadounidense, el gobierno continúa aumentando la oferta de dinero. La FED anunció un nuevo programa de expansión monetaria, más conocido como Quantitative Easing 2, por US\$ 600.000 M (4% del PBI) destinado a la compra de bonos del Tesoro de EE.UU por un plazo de 8 meses (a razón de US\$ 75.000 M por mes). **De acuerdo a lo anunciado públicamente, el objetivo del programa es reducir la tasa de interés para incentivar el consumo privado. Sin embargo, el efecto colateral de semejante expansión monetaria (el debilitamiento mundial del dólar) probablemente sea el principal objetivo buscado.**



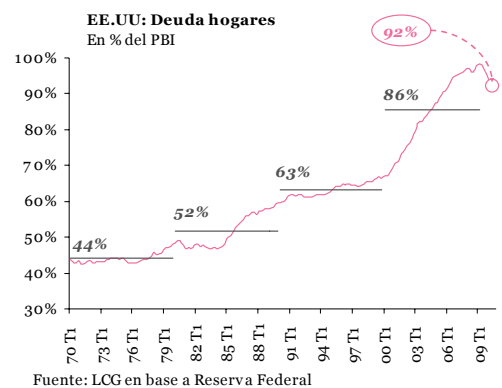
La chance de seguir estimulando la economía vía una política fiscal expansiva está medianamente vedada (dado el elevadísimo déficit fiscal y la alta carga de la deuda pública). A su vez, en términos políticos la herramienta fiscal también encontró sus límites con la derrota que sufrió el gobierno en las elecciones legislativas. **Inyectar dinero en la economía para que los estadounidenses gasten más también tiene pocas chances de éxito:** necesitan ahorrar sin importar que la tasa de interés sea muy baja (prácticamente en un escenario de trampa de liquidez) para repagar las deudas y/o recomponer el patrimonio seriamente dañado con la crisis. **Pero la política monetaria sí puede resultar exitosa en depreciar el dólar.**

La depreciación del dólar tiene un doble efecto: le quita competitividad al resto del mundo y redirecciona flujos de capitales hacia los mercados emergentes donde los rendimientos de los activos financieros son más tentadores. Entre 2008 y 2010 el flujo neto de capitales a países emergentes creció un 40%, comandados por Asia (181%) y LATAM (71%).

El problema es que esta decisión unilateral no cooperativa dificulta la posibilidad de una salida coordinada a la crisis mundial y acentúa las tensiones existentes entre EEUU y el resto del mundo.

¿Cómo se defienden los países del ingreso de capitales (léase apreciación de sus monedas)? Básicamente, existen tres opciones de política (o una combinación de ellas): **intervenir en el mercado cambiario** para sostener la moneda ante el ingreso de capitales, desincentivar al ingreso mediante los **controles de capitales** o bien con reducciones en las **tasas de interés domésticas**.

Por ejemplo, China (al igual que Argentina en 2010) interviene fuertemente en el mercado de cambios para evitar que su moneda se aprecie. Esto le permitió mantener la moneda



FLUJO DE CAPITALES A PAÍSES EMERGENTES

En miles de millones de USD

	2008	2009	2010
Flujo de capitales neto	594	581	825
LATAM	125	137	214
Europa emergente	260	61	183
África	88	47	86
Asia emergente	122	337	343

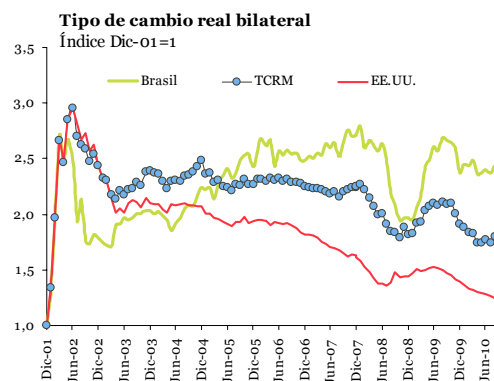
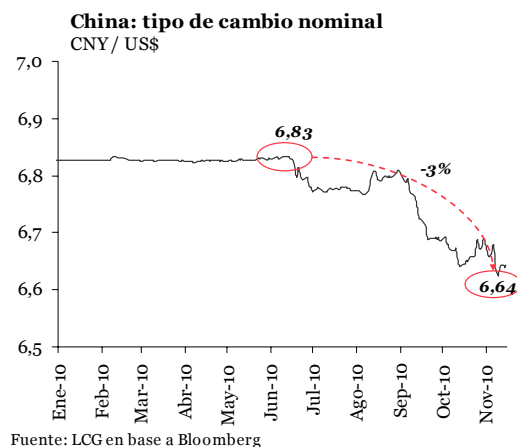
Fuente: LCG en base a The Institute of International Finance

prácticamente fija en relación al dólar en los últimos años y tener un crecimiento exponencial de sus reservas internacionales: se triplicó en los últimos 10 años y actualmente posee el 1/3 del total mundial de activos de reserva.

Sin embargo, a partir de junio de este año China (presionada desde el exterior por EEUU por mantener depreciada artificialmente su moneda e interiormente porque la inflación mostró cierta aceleración) abandonó el férreo programa de intervenciones cambiarias para pasar a un esquema de control de capitales, limitando la compra de activos chinos a extranjeros. Lo cierto es que China tiene un amplio colchón de competitividad para soportar una apreciación aún mayor de su moneda y permitir un reequilibrio de los desbalances globales. **La incógnita a develar es si China estará dispuesta a permitir una mayor volatilidad de su tipo de cambio que redunde en un fortalecimiento más pronunciado del yuan.** Esta política iría en contra no sólo de la exitosa receta aplicada en los últimos años sino también de su propia idiosincrasia.

De mantenerse el delicado equilibrio actual, el contexto internacional para Argentina seguiría siendo muy favorable. Sin embargo, comienzan a hacerse más evidentes algunas luces amarillas de alerta.

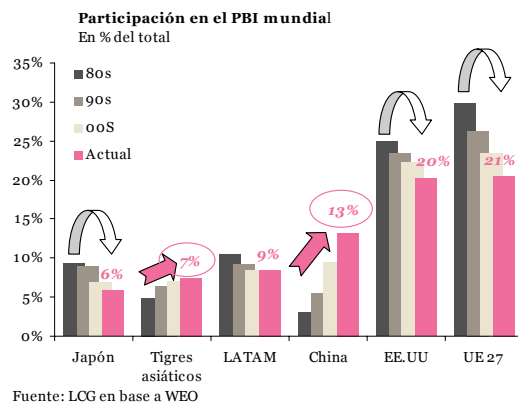
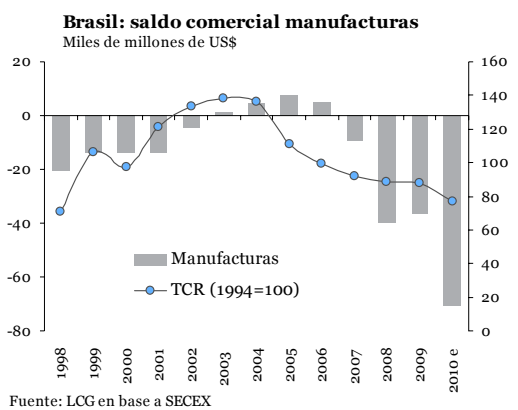
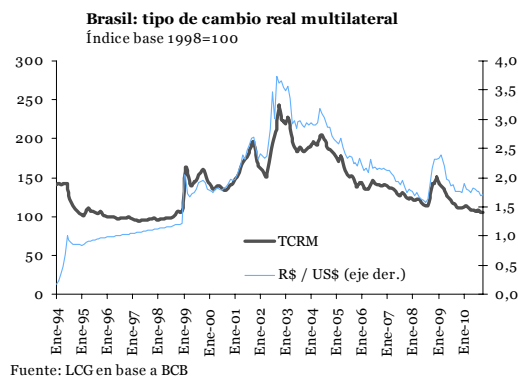
Brasil y su tipo de cambio es el primer foco de preocupación. Bien es sabido que el real brasilero ha venido apreciándose fuertemente -40% desde 2003-, con la única excepción de los meses que siguieron a la caída de *Lehman Bros*. A pesar de que en el último tiempo el gobierno trató de revertir el proceso revaloratorio del real (fuerte intervención en el mercado cambiario, reducción de la tasa de interés Selic y crecientes controles al ingreso de capitales⁶), **el ingreso de fondos externos para posicionarse en activos**



⁶ En octubre elevó el impuesto a las transacciones financieras de 2% a 6%.

domésticos parece haber ganado la pulseada. La pérdida de competitividad de Brasil (el TCRM actual es equivalente al que tenía en 1998 en las vísperas de la caída del Plan Real) ya se está haciendo sentir en sus cuentas externas: en 2010 el déficit comercial de manufacturas alcanzará los US\$ 80.000 M (4% PBI), duplicándose en relación a 2009. Como hemos mencionado reiteradamente, el real sobrevaluado es la principal causa que explica el colchón cambiario que todavía dispone nuestro país a pesar del enorme diferencial inflacionario con el resto del mundo: mientras que el TCR bilateral con Brasil es de 2,38 (dic-01=1), con los EEUU es de 1,22.

La segunda señal de alerta se relaciona con China. ¿Cuán factible es que China pueda sostener el ritmo de crecimiento actual en el contexto de un mundo desarrollado en crisis? El impactante crecimiento de los últimos años ha transformado a China en la 2º economía mundial. Pero China destina la mitad de sus exportaciones a EEUU, Europa y Japón, con lo cual parece difícil que en el contexto de un mundo desarrollado de bajo crecimiento pueda sostener el crecimiento de sus exportaciones (que representan prácticamente 1/3 del PBI chino). De hecho, si las presiones tendientes a una mayor apreciación del yuan no dan resultado, no debería extrañar que el paso siguiente sea la implementación de barreras comerciales al ingreso de productos chinos en los países desarrollados. De ser el caso, esto inevitablemente impactaría sobre el crecimiento de la economía china y, consecuentemente, sobre los precios internacionales de los *commodities*.



Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.