

# Cuadernos de Economía

Ministerio de  
**Economía**

**Buenos Aires**  
LA PROVINCIA

**77**

Junio de 2011

**La crisis económica  
internacional y los nuevos  
escenarios post crisis**

## AUTORIDADES

D. DANIEL OSVALDO SCIOLI

Gobernador de la Provincia de Buenos Aires

Dr. ALBERTO EDGARDO BALESTRINI

Vicegobernador

Lic. ALBERTO PÉREZ

Ministro de Jefatura de Gabinete de Ministros

Lic. ALEJANDRO GASPAR ARLÍA

Ministro de Economía

Lic. MARTA ALBAMONTE

Jefa de Gabinete de Asesores

Lic. SILVINA BATAKIS

Subsecretaria de Hacienda

Dra. NORA DE LUCÍA

Subsecretaria de Política y Coordinación Económica

Lic. EDUARDO MAURIZZIO

Director General de Administración

Dr. ROBERTO PRANDINI

Director Provincial del Registro de la Propiedad

## **Cuadernos de Economía**

es una publicación del  
Ministerio de Economía  
de la Provincia de  
Buenos Aires

### **Editorial**

Ministerio de Economía de la  
Provincia de Buenos Aires

### **Director de la publicación**

Lic. Alejandro Arlfa

### **Editora responsable**

Lic. Laura Beherán

### **Correctores Editores**

Celeste Lucca  
Marina Marianetti  
Martín Bozzo  
Patricia Catullo  
Damián Le Moal

### **Diseño y diagramación**

Fabián Fornaroli  
Nuri Labanca

### **Fecha y lugar de publicación**

La Plata, junio de 2011

Impreso en los talleres del  
Ministerio de Economía de la  
Provincia de Buenos Aires.

### **Ministerio de Economía de la Provincia de Buenos Aires**

Calle 8 entre 45 y 46 -  
La Plata (1900)  
Teléfono del conmutador:  
(0221) 429-4400  
La Plata - Provincia de  
Buenos Aires  
República Argentina

### **Links a anexos de Cuadernos de Economía:**

[www.ec.gba.gov.ar/test/Prensa/anexo\\_cuaderno76.html](http://www.ec.gba.gov.ar/test/Prensa/anexo_cuaderno76.html)

### **Link de Contaduría:**

[www.cgp.gba.gov.ar/Presupuestaria/EstadosComparativos.aspx](http://www.cgp.gba.gov.ar/Presupuestaria/EstadosComparativos.aspx)

**ISSN 1853-1946**



# Cuadernos de Economía

77

## **La crisis económica internacional y los nuevos escenarios post crisis**

Por Horacio Pozzo y Federico Zapata (\*)

*\* Incluye un texto del Embajador  
Jorge Remes Lenicov*

(\*) El documento es parte de una investigación coordinada por Patricio Narodowski. Se agradecen los comentarios de Demián Panigo, Matías Remes, Lucía Esposto y Mauricio Vázquez



# Índice

La Crisis en los Países Desarrollados y la nueva geografía económica mundial por <i>Jorge Remes Lenicov</i> .....	9
Introducción: .....	29
Capítulo 1. Geopolítica y Economía	
Política de la Crisis Financiera Internacional .....	37
Capítulo 2. La antesala de la crisis. El Período 2003-2007.....	51
Capítulo 3. La crisis y los cambios que generó.....	65
Capítulo 4. Las políticas adoptadas y las perspectivas.....	87
Conclusiones.....	109
 ANEXO 2.1	
Economía internacional: Síntesis de proyecciones .....	113
 ANEXO 2.2	
Cronología de la crisis.....	115
Bibliografía.....	139



## PRÓLOGO

*El Cuaderno de Economía N° 77 está dedicado a la crisis internacional que sacudió el mundo desde el año 2008. Este trabajo es consecuencia del desafío que nos planteamos: realizar un seguimiento de dicha crisis y así poder sacar conclusiones relacionadas con nuestra propia coyuntura, posibilidades de financiación, y –más estratégicamente- con los cambios que se están produciendo a nivel mundial.*

*El documento central, como podrán apreciar, es una muy buena recopilación de hechos, datos, puntos de vista teóricos y posiciones políticas, a su vez, intenta una definición propia sobre la coyuntura y el futuro próximo. Por eso es un trabajo en el que el corto plazo y el largo deben entenderse en conjunto.*

*Por otro lado, se aborda una cuestión fundamental: el poder a nivel mundial hoy: el rol de los EE. UU., la perspectiva China, la unidad europea, la nueva autonomía de América Latina. No se pueden tomar decisiones de política sin tener una opinión sobre estos parámetros con los que nuestro país deberá convivir durante todo este siglo XXI. Y además, el documento muestra cómo los países afrontaron la crisis, cómo naufragaron los intentos de hacer pagar el ajuste a los más débiles, cómo se cayeron los dogmas y las recetas preestablecidas. Del mismo modo se ve la pertinencia de la estrategia Argentina, uno de los países en los que menos impactó la recesión, que más rápido sorteó la crisis y hoy tiene tasas de crecimiento sostenidas. Se ve la importancia del impulso fiscal y la necesidad del sostenimiento de la demanda de los sectores populares.*

*Este Cuaderno además tiene un condimento, el documento central está precedido de un trabajo del ex ministro de Economía de la Provincia de Buenos Aires: Jorge Remes Lenicov, actual embajador ante la U.E. y un notable observador de la situación mundial.*

*Se abre un debate importante y las áreas del Ministerio no están ausentes del mismo.*



Alejandro G. Arlía  
Ministro de Economía de la Provincia de Buenos Aires





## **La Crisis en los Países Desarrollados y la nueva geografía económica mundial**

*por Jorge Remes Lenicov*

EXPOSICIÓN REALIZADA EN EL MINISTERIO DE ECONOMÍA DE LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES EL 6 DE AGOSTO DE 2010. DATOS ACTUALIZADOS A DICIEMBRE DE 2010.

### **I. Un breve repaso de lo que ocurrió hasta fines de 2009<sup>1</sup>**

#### ***La Globalización y el Pensamiento Único***

La manera en que se implementó el proceso de globalización, la instauración de un pensamiento único, la desregulación de la actividad financiera, la liberación de los movimientos de capitales, la unificación de la banca comercial y la banca de inversión, la invención y expansión de nuevos instrumentos financieros configuraron un nuevo paradigma.

Nace en los años ochenta con los gobiernos de Reagan y Thatcher, rápidamente lo asumen el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, y poco a poco se va derramando al resto de los Países Desarrollados a la vez que se presiona a los Países en Desarrollo para que también implementen dichas políticas, las que se resumen en el Consenso de Washington.

Se crea así un esquema intrínsecamente inconsistente, porque en realidad lo que se hizo fue ceder al sector financiero la capacidad de expansión secundaria de moneda cuando esa actividad siempre fue parte indisoluble de las potestades del Estado.

La especulación generada por los fondos de inversión en un contexto de alta liquidez provocaron desmedidas alzas en los mercados bursátil e inmobiliario que se transformaron en burbujas, obteniéndose ganancias ficticias que no estaban amparadas por bienes reales.

La idea de que los mercados se autorregulan y resuelven los presentes y

**I** Para un desarrollo mayor de esta parte I, ver Remes Lenicov "La crisis internacional: costos y enseñanzas", publicado en Chojo Ortiz (comp.) Economía y Crisis Internacional. Impacto sobre la Argentina, Edicon, Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 2010, y Remes Lenicov "La crisis de la globalización y la situación de la economía europea", [www.unsam.edu.ar-home-23\\_06\\_10.pdf](http://www.unsam.edu.ar-home-23_06_10.pdf), Universidad Nacional de San Martín, 23-6-10.

futuros problemas también cundió entre los gobiernos. Así, un desequilibrio en la cuenta corriente del balance de pagos se resolvería mediante el ingreso de capitales y si el sector público llegaba a tener déficit, se podría financiar gracias a la cada vez mayor disponibilidad de crédito.

Se fue acumulando entonces una situación que generó fuertes desórdenes en una parte sustantiva de la economía internacional. Así como las burbujas de precios explotan, también los persistentes y crecientes desequilibrios macroeconómicos estallan. Los argentinos sabemos del significado de los desequilibrios: déficit gemelos y sobrevaluación cambiaria, que estallaron en 2001.

## **2. El Inicio de la crisis, el estallido y la imprevisión. De la crisis bancaria y financiera a la crisis de la economía real**

En agosto de 2007 aparecen los primeros síntomas preocupantes en el sistema bancario por la caída de hipotecas de alto riesgo. A principios de 2008 comienzan las fusiones, absorciones y rescates de bancos, y en julio surgen graves problemas en los mercados de préstamos hipotecarios de los EE.UU., el Reino Unido y Alemania. En poco tiempo todos los bancos hipotecarios y de inversión de EE.UU. y de la Unión Europea se ven afectados. Este proceso se derrama en las bolsas y al resto de los bancos, y termina afectando a la actividad económica. Lo que empezó siendo una crisis bancaria se transformó en una crisis financiera y sistémica en el mundo desarrollado.

La crisis estalla en setiembre de 2008. Hasta ese momento la actitud del gobierno de los EE.UU. y de la Unión Europea fue pasiva, asegurando que el sistema económico y financiero era lo suficientemente sólido para poder afrontar las turbulencias. No se anticipó, posiblemente producto de la ideología que cree que el mercado todo lo puede, o por intereses económicos sectoriales a los cuales les convenía mantener el mayor tiempo posible el statu quo y permitir así que algunos pudieran salir del sistema. También puede haber ocurrido que políticamente fuera contraproducente decir que el fuerte aumento de la riqueza generada en el sistema financiero en los años previos era virtual... que no existía.

## **3. El Carácter de la Estrategia Implementada**

La ortodoxia y la heterodoxia: Muchas veces no es fácil definir cuáles medidas son ortodoxas y cuáles heterodoxas. Ortodoxo es quien cree que el mercado por sí solo puede resolver los conflictos y que el Estado debe participar lo menos posible. Mientras que el heterodoxo considera que el Estado debe participar cuando hay desvíos o imperfecciones en el mercado, cuando aparecen desequilibrios estructurales como ocurre en los Países en Desarrollo, cuando hay una crisis sistémica y también cuando debe promover actividades que

deben ser desarrolladas pensando en el futuro. Entre ambas formas de actuar hay un espacio común dado por el buen comportamiento de la macroeconomía: cuentas fiscales y de cuenta corriente más o menos equilibradas, tasa de desempleo reducida, sustentabilidad.

En general, los llamados heterodoxos siempre pensaron más o menos igual. En cambio, en el espacio de los ortodoxos prevaleció el doble discurso y el oportunismo. Recuérdese que lo que se les exigía a los Países en Desarrollo en política fiscal, monetaria o sectorial, no se les exigió a los Países Desarrollados, ya fuera en tiempos normales o en momentos de crisis. Oportunismo en el sentido de cambiar de discurso cuando sus respuestas fallan, aduciendo que el problema es sistémico, y cuando un problema es sistémico, caben respuestas sistémicas... y así rápidamente se pasan al bando de los heterodoxos.

El direccionamiento de las medidas y las discusiones: Cuando estalló la crisis no había un plan integral para atender la emergencia, e incluso en varios casos se tardó en reconocer que no era sólo una crisis de liquidez sino una crisis sistémica y que afectaba definitivamente a la economía real. Por esta razón, las discusiones sobre qué hacer tienen lugar cuando la crisis ya había estallado. Tampoco se tuvo en cuenta la necesidad de una coordinación entre las grandes economías.

Perdida la oportunidad de la anticipación y en vista de la gravedad de la crisis y el no funcionamiento del mercado para resolverla, hubo un acuerdo implícito por parte de todos los Países Desarrollados para implementar políticas de fuerte incentivo a la demanda, relajando las políticas fiscal y monetaria, y aplicando políticas específicas de apoyo para los sectores financiero, automotriz y agropecuario y para las Pymes

**a) Política monetaria.** La política monetaria fue la primera acción porque es más directa y fácil de implementar. La FED (EE.UU.) y el BCE (Zona Euro) bajaron gradualmente la tasa de interés a niveles nunca vistos antes: 0,25 % y 1 % respectivamente. También, todos inyectaron mayor liquidez para evitar la experiencia de 1929 y compensar el proceso de desapalancamiento privado.

**b) Política fiscal.** Con algunas diferencias en el orden de magnitud, la discusión se concentró en cómo llevar adelante la combinación aumento de gasto y/o reducción de impuestos; y a partir de allí qué tipo de gastos expandir y cuáles impuestos modificar. Los montos tanto en los EE.UU. como en la Unión Europea son enormes: entre 2007 y 2010 el gasto público en los EE.UU. aumentó 2,6 puntos del PIB y en la UE 4,3 puntos (no incluye las medidas de apoyo a los bancos). Pero lo más relevante es el monto del déficit fiscal, que en los EE.UU. pasó de 2,7 % del PIB en 2007 a 10 % en 2010, mientras que en la Unión Europea aumentó de 0,8 % a 7,2 %. El correlato es el aumento de la deuda pública en aproximadamente 40 puntos del PIB desde 2007 a 2015 cuando se supone se llegará a un déficit muy bajo.

**c) Política financiera.** Todos los Países Desarrollados acordaron sostener al sistema financiero. Con rapidez, los bancos centrales dieron créditos para

atender la falta de liquidez, y a medida que la crisis se iba profundizando, comenzaron a prever fondos para atender problemas de solvencia. No se ahorró ningún mecanismo conocido para salvar el sistema, tampoco se pusieron límites en los montos. El objetivo fue hacer todo lo necesario para que el sistema no se cayera bajo la idea de que el costo de su caída es superior al costo de la ayuda.

El apoyo al mes de marzo de 2010 por parte de los Países Desarrollados fue de 9,6 billones de dólares; los recursos movilizados superaron el 25 % de su PIB. Estos impresionantes montos no equivalen a lo efectivamente devengado, pues incluyen garantías y adquisición de activos que pueden tener algún valor; su impacto podrá ser evaluado en el futuro cuando pase la crisis. Los Países en Desarrollo no necesitaron efectuar prácticamente ningún aporte.

El segundo acuerdo fue la protección de los ahorristas. El compromiso de no dejar caer ningún banco fue un fuerte incentivo para evitar corridas. Además, la garantía de los depósitos se elevó a 100.000 euros en la Unión Europea y a 250.000 dólares en los EE.UU.

La tercera cuestión fue la reforma financiera, que por su complejidad y juego de intereses ha tardado más tiempo. En julio de 2010 en los EE.UU. se aprobó una reforma integral<sup>II</sup>, la más importante desde la crisis del '30. Otro tanto hizo la Unión Europea entre setiembre de 2009 y mediados de 2010 con medidas destinadas a reforzar la supervisión del sistema en los niveles macro y micro prudencial<sup>III</sup>, nuevas normas sobre las Agencias de Calificación de Crédito y mayores Requerimientos de Capital de los bancos.

**d) Políticas de apoyo a los sectores reales.** En todos los Países Desarrollados se plantearon políticas específicas para el sector no financiero. Algunos países se quedaron con paquetes accionarios mayoritarios de grandes empresas automotrices y/o ayudaron a fusiones o adquisiciones. También todos aplicaron distintas políticas de apoyo a la economía real: exenciones impositivas, créditos con interés reducido, créditos flexibles a las Pymes, préstamos con garantías estatales subsidiadas, seguros de créditos a la exportación, aportes a la industria automotriz, y subsidios adicionales a los agricultores. Los Países Desarrollados al 31-3-10 transfirieron el equivalente a 3,4 % del PIB. Los Países en Desarrollo destinaron sólo 0,3 % del PIB.

**e) Proteccionismo.** Si bien algunos están preocupados por la llamada tendencia proteccionista, las medidas son irrelevantes pues afectan a menos del 1 % del comercio. El comercio mundial se redujo 20 % en 2009 debido a la crisis, no al proteccionismo.

Todas estas políticas e intervenciones directas antes de la crisis resultaban impensables, y si bien son de concepción heterodoxa, pasaron a denominarse

**II** La reforma tiene dos objetivos: proteger a los consumidores y ejercer un mayor control del riesgo sistémico. Se crea una Oficina de Protección Financiera del Consumidor, se establecerá un Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera, se podrán exigir mayores requisitos de capital y liquidez, y también dividir, absorber y liquidar instituciones con problemas, se limitan los negocios de los bancos en fondos de alto riesgo y se endurecen las condiciones para el manejo de instrumentos financieros complejos, y se ponen condiciones para el pago de bonificaciones a los altos directivos.

**III** Para ello se propuso crear la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) encargada de vigilar y evaluar los riesgos para la estabilidad del sistema financiero, y el Sistema Europeo de Supervisores Financieros (SESF), para la supervisión de las diferentes entidades financieras.

política pragmática. Ahora todos son keynesianos, unos más y otros menos. Por cierto, cuando un País en Desarrollo, antes de la crisis, implementaba alguna política activa era acusado de reprimir el mercado y por lo tanto su futuro era incierto o no sustentable.

Hubo varias discusiones. Una de ellas fue la magnitud de los aumentos del gasto y de la oferta monetaria; sectores ortodoxos plantearon que como se estuvo en presencia de una gran recesión y no de una gran crisis, se sobreactuó y ello afectará el crecimiento futuro. Otra discusión se refiere a quienes pagan la crisis: cuáles serán los más perjudicados y si el costo la debe afrontar la generación presente o la futura. También se discutió si hay que ayudar a los bancos, a los accionistas o a los banqueros.

#### **4. Los tiempos de implementación de las medidas**

En una crisis, además del direccionamiento de las políticas, el manejo de los tiempos y la instrumentación son fundamentales. Las medidas se deben decidir e implementar rápidamente y deben ser tales que impacten inmediatamente sobre la economía; siempre son preferibles las de carácter general, pues son más fáciles de aplicar y pueden tener un impacto más rápido en la economía. Los EE.UU. y la Unión Europea actuaron con rapidez para rescatar a los bancos (entre octubre 2008 y marzo 2009), tardaron un poco más con los incentivos a la demanda mediante el aumento del gasto y las políticas sectoriales, mientras que recién en 2010 se comenzaron a aprobar modificaciones importantes tendientes a la reforma integral del sistema financiero.

#### **5. La Coordinación Internacional**

Esta es una crisis generada en los Países Desarrollados que afectó a los Países en Desarrollo. Ellos tienen la responsabilidad primaria de impulsar las necesarias reformas financieras y alcanzar la coordinación de las medidas para que todos hagan el mismo esfuerzo y se puedan multiplicar los efectos.

En noviembre de 2008 se hace una primera reunión cumbre. Se crea el G 20 que está integrado por un grupo representativo de países. Posteriormente hay 4 reuniones más, siendo la última en noviembre de 2010.

El foro es relevante y necesario y permitió avanzar en algunas cuestiones: la expansión fiscal coordinada hasta 2010, el aporte de recursos adicionales al FMI y a los Bancos de Desarrollo Multilaterales, el compromiso de modificar los organismos internacionales y la arquitectura financiera, el establecimiento de algunos mecanismos prudenciales en el sistema financiero, y que la banca pague por los rescates. Sin embargo quedan muchos temas pendientes porque en el G20 no existe el consenso suficiente respecto de cuestiones muy relevantes tales como:

- *Mecanismo para el seguimiento de los acuerdos acordados.*

- *Coordinación de políticas para reducir los desbalances y estabilizar los tipos de cambio.*
- *Alcance y profundidad de la reforma de la Arquitectura Financiera Internacional: hay temas por definir como el fenómeno de la especulación, la falta de transparencia y el aliento a la corrupción que significan el secreto bancario y los paraísos fiscales, la reestructuración de organismos como el FMI.*
- *Control y la regulación de las agencias de calificación de riesgos.*
- *Creación de un impuesto mundial a las transacciones financieras y cambiarias.*
- *Diseño de un sistema de reservas más representativo de preservación del valor de la moneda internacional.*
- *Coordinación de políticas macroeconómicas para consolidar la salida de la crisis y reducir la tasa de desempleo. No hubo acuerdos tanto es así que EE.UU. sigue pensando que hay que mantener los incentivos y la UE que hay que retirarlos.*

Habrán nuevas cumbres, pero no hay que dejarse estar porque pasó lo peor o intentar discutir temas marginales.

## **6. El Costo de la Crisis**

El costo mayor fue el social. Produjo 30 millones de desocupados adicionales y 60 millones de nuevos pobres.

Actividad económica. En 2008 la economía mundial se desaceleró: creció sólo 1,7 %. En 2009 el PIB mundial tuvo el primer retroceso desde la terminación de la II Guerra Mundial: - 0,6 %. Los Países Desarrollados cayeron 4,2 %, Asia creció 6,1% y América Latina cayó 2,3 %. Finalmente no hubo una gran crisis o depresión; y ello fue gracias a las políticas fiscales y monetarias que se implementaron masivamente en todos los países. Lo que ocurrió en 2009 pasará a la historia como una gran recesión.

América Latina merece un párrafo aparte. La crisis golpeó pero gracias a lo realizado en lo que va del SXXI con una macroeconomía mucho más coherente y balanceada que la de los Países Desarrollados, la crisis la afectó mucho menos que si su comportamiento hubiera sido como en los noventa.

El costo para las próximas generaciones. Con la crisis, la deuda de los Países Desarrollados crecerá unos 40 puntos del PIB entre 2007 y 2015.

La sensación de pérdida de riqueza. Las bolsas y el valor de las propiedades cayeron. Si parte del aumento de la riqueza era virtual, también lo es la pérdida, excepto que se hayan realizado operaciones de compra-venta.

## **II. Año 2010: inicio de una nueva etapa de la crisis? Entre el ajuste y el crecimiento.**

En el segundo semestre de 2009 se revirtió la crisis en los países desarrollados (PD) gracias a los incentivos y el aprendizaje de los años treinta y se evitó lo peor. La crisis de 2008-9 ha sido una Gran Recesión.

Hacia mediados de 2010 hubo esquemáticamente dos posiciones: la de los EE.UU. y la de la Unión Europea y Japón.

### **1. EE.UU. y los incentivos al crecimiento**

En los EE.UU. consideraron que como la situación crítica no ha sido superada definitivamente es necesario mantener los incentivos. Esto significará mantener el déficit y por tanto mas deuda pública, y el Tesoro apoyará a los estados y gobiernos locales. Por su parte la FED señaló que mantendrán las tasas de interés cerca de cero hasta que el mercado financiero se estabilice y emitirá dinero para generar crédito, compensar el proceso de deleveraging del sector privado, y para comprar deuda pública. En paralelo las autoridades de los EE.UU. insisten en la coordinación internacional, y le piden a China que revalúe su tipo de cambio para reducir su superávit comercial y a la UE que no sea restrictiva en materia fiscal por temor a que eso impacte negativamente sobre la economía de los EE.UU.

Los ortodoxos dicen que bajar el déficit fiscal genera confianza entre los inversores, pero eso es algo no demostrable; además, en una situación inestable ¿Cómo se aumenta el consumo, la inversión y las exportaciones para compensar la baja del gasto público? Dicen también que si la FED lleva adelante una política laxa perderá credibilidad; en realidad perderá credibilidad si la economía no se recupera sólidamente y no baja la tasa de desempleo.

También algunos consideran que una política monetaria y fiscal expansiva generará un fuerte proceso inflacionario. Pero eso no es posible porque hay capacidad ociosa y por la destrucción de dinero secundario durante la crisis. Durante el primer semestre de 2010 en los Países Desarrollados la inflación se ha reducido hasta cerca del 1 %. Además, por ejemplo, si se cambia el objetivo de 1 o 2% de inflación por otro del 4 % permite reducir en términos reales la deuda y el ajuste será mucho más fácil por la ilusión monetaria. Los ajustes vía cantidades (reducción del empleo y de la producción) siempre son mas difíciles de implementar, tanto desde el punto de vista económico, como desde lo político y lo social.

### **2. La Unión Europea y el ajuste fiscal**

Hacia mediados de 2010 las autoridades de la Unión Europea consideraron que se debían retirar los incentivos porque lo peor de la crisis ya había pasado y la recesión terminó. Por eso debía abordarse la cuestión fiscal sin más dilación y evitar posibles presiones inflacionarias. Señalaron que ésta es la estrategia que permitirá que la economía comience a recuperarse.

En el primer semestre de 2010 la Unión Europea creció porque el Euro se devaluó 15 % -lo cual fue muy bien recibido por las posibilidades de aumentar sus exportaciones ante la debilidad de la demanda interna-, el gasto público fue expansivo y las tasas de interés del BCE estuvieron cercanas a cero.



A partir de este comportamiento y luego de lo ocurrido con Grecia a principios de 2010, la Unión Europea planteó reducir el déficit. Mientras en 2009 el aumento del déficit fue de 4,5 puntos del PIB (740 mil millones de dólares), para 2010 se estima reducirlo en 0,7 puntos del PIB y en 2011 en más de 1 punto (total: 280 mil millones de dólares). Por todo lo ocurrido debieron flexibilizar el Tratado de Maastricht (exigía que la deuda no supere el 60 % del PIB y déficit fiscal no supere el 3 % del PIB) pero plantean volver a cumplirlo en 3 o 4 años según el caso.

Por esos motivos es que muchos Estados Miembros han tomado medidas de ajuste (Grecia, Portugal, España, Irlanda, Gran Bretaña, Francia, Italia, e incluso Alemania). En todos los casos se trata de medidas para bajar el gasto público: reducción y/o congelamiento de salarios, despidos de personal, y recorte de las inversiones y subvenciones de carácter social. Y en casi todos lo han complementado con incrementos de la presión tributaria: aumento del IVA, del impuesto a los combustibles y a las ganancias de los bancos y grandes empresas. También varios han planteado reformas en el régimen previsional y en el mercado laboral. En promedio los Estados Miembros tendrán que bajar el déficit en 5 ó 6 puntos del PIB en 4 años, y algunos lo deberán bajar entre 7 y 9 puntos, en un contexto de bajo crecimiento y estabilidad de precios.

### **III. Potencia de los instrumentos y las “nuevas” crisis: fiscal, deuda pública y cambiaria**

La discusión sobre los incentivos siempre existe, la que es alimentada por la concepción ideológica, por la falta de información y la capacidad o potencia de los instrumentos disponibles. Como ocurre con todas las crisis profundas hay muchos interrogantes porque es poco lo que se conoce sobre el comportamiento de los inversores y consumidores, y de la efectividad y lags de la política fiscal y monetaria. La estrategia se va armando en función del avance de la crisis. No hay receta única ni libro de texto, tampoco experiencia acumulada pues todas las crisis son diferentes. Ocurrió algo semejante a partir de 1932: no hubo un solo New Deal, hubo varios, e incluso muchas veces sus medidas fueron contradictorias.

Para imaginar como podrá ser la salida de la crisis es importante evaluar la potencia de los instrumentos disponibles y cuales son los nuevos problemas que aparecen porque siempre hay conflictos de objetivos, los que se agudizan ante las crisis. Veamos:

**1. Política monetaria:** la tasa de interés establecida por los bancos centrales se encuentra entre 0 % y 1 %, por lo tanto no puede bajar más (instrumento agotado). Mientras la FED emitió dólares comprando títulos públicos (600 mil millones), el BCE mantiene su posición de emitir solo muy poco (67 mil millones de Euros) (instrumento limitado).

**2. Política financiera:** a partir de un elevado endeudamiento privado (200 % del PIB) está comenzando el proceso de desendeudamiento lo cual significa que las empresas y familias están más predispuestas a devolver créditos que a tomar nueva deuda (instrumento crediticio agotado). Por su parte, la reforma financiera encarada, si bien muy necesaria, al exigir a los bancos un mayor nivel de capitalización hará que la tasa de interés activa aumente. Además, tanto en los EE.UU. como en la U.E. siguen preocupados por la salud de los bancos, que continúa siendo una incógnita por el nivel de incobrabilidad y de solvencia.

**3. Política fiscal y deuda: los niveles de déficit son muy altos:** el 8,8 % del PIB como promedio para los PD, lo cual le pone límites al instrumento fiscal, más allá de seguir abierta la discusión sobre si hay que reducir o no el déficit o si hay que ampliar o retirar los incentivos. En ese sentido Stiglitz y Krugman dicen que en las crisis el instrumento monetario es muy limitado por eso es que hay que redoblar esfuerzos para potenciar la política fiscal: dan como ejemplos un muy ambicioso programa de inversión en infraestructura y otro de reconversión de la economía hacia energías amigables.

El corolario de un déficit muy elevado impacta sobre el nivel absoluto y relativo de la deuda pública. En los PD entre los años 2007 y 2010 la deuda creció 26 puntos del PIB y ahora es elevada: en la UE es de 80 % del PIB, en los EE.UU. es del 92 % y en Japón es del 225 %. Pero se podrá pagar si hay crecimiento y se mantienen las tasas de interés en niveles muy bajos, caso contrario como el déficit podrá bajar muy poco, la deuda seguirá aumentando y requiriendo cada vez más esfuerzo fiscal para su pago. En alguna medida la ventaja de los EE.UU., de Japón y del Reino Unido es que emiten deuda en su propia moneda y hay mecanismos implícitos de reducción como la inflación. Además, el 45 % de la deuda pública de los EE.UU. es intergubernamental, en Japón es del 20 % y en el Reino Unido es del 30 %. Para los países que no emiten deuda en su propia moneda, como los Estados Miembros de la Zona Euro la situación es mas complicada porque el BCE compra muy poca deuda soberana, sigue con el mandato de una inflación de hasta 2 % y la deuda intragubernamental es muy reducida. Pero más allá de estas consideraciones, en todos los PD la cuestión de la deuda pública es un tema difícil y signará los pasos de los próximos largos años.

**4. La Política cambiaria:** Ante la crisis, los PD incidían sobre el tipo de cambio a través de la política fiscal y monetaria. Durante el segundo semestre de 2010 en varios PD los bancos centrales comenzaron a actuar directamente, como sucedió en Japón, Reino Unido y Suiza que salieron a sostener sus monedas para evitar que su revaluación provoque la desaceleración de las exportaciones; también EEUU salió a emitir dólares comprando bonos públicos para tratar de devaluar su moneda.

Pero de alguna manera la potencia de ese instrumento está limitada por China y algunos otros países asiáticos, cuya importancia crece en el comercio

internacional. Como el Yuan chino sigue “atado” al dólar, lo que se observa son fuertes oscilaciones entre el Yen, el Euro y el Dólar que compiten entre sí; también hay revaluaciones en algunos PED, caso de Brasil lo cual le genera no pocas preocupaciones. Ante la presión de los PD, los chinos contestaron que flexibilizarían su política cambiaria, pero también dijeron que si lo hacen se perderían empleos y capacidad de crecimiento. Es un problema para los PD, porque además, China con sus enormes reservas (2,7 billones de dólares) compra bonos de los EE.UU. y de otros países, lo cual les dificulta la posibilidad de devaluar.

No hay ningún organismo internacional que regle sobre manejo del tipo de cambio. Si se quiere hacer algo, debe ser por acuerdo de partes, como ocurriera en 1985 con el Plaza Accord, por el cual los entonces grandes países, que eran todos desarrollados, definieron una política cambiaria más o menos consensuada. Pero ahora está China, que es un país en desarrollo y tiene otros objetivos y necesita expandir sus exportaciones para crecer. Además, con las reservas hace inversiones en el resto del mundo comprando desde tierras, minas, hasta empresas multinacionales.

Finalmente, una parte sustantiva de Europa tiene moneda común, con lo cual los países individualmente no pueden hacer nada. En consecuencia el manejo cambiario es un instrumento limitado para los PD, lo cual les genera problemas, tanto es así que se acuñó la frase “guerra cambiaria”.

**5. Política Comercial:** está limitada por los compromisos asumidos en la OMC. Sin embargo la Cámara de Representantes de los EE.UU. aprobó una cláusula de salvaguardia para las importaciones chinas equivalentes a la diferencia cambiaria. No está aprobado por la OMC.

**6. Inflación:** permite socializar la pérdida generada por la crisis. Los bonistas y ahorristas también deben pagar, sea a través de la “licuación” de parte de la deuda, o mediante tasas reales de interés negativas. Krugman dice que la meta de inflación de los bancos centrales debería aumentar a por ejemplo 4 % anual, y Rogoff también dice que aumentar la inflación sería lo mejor de entre varias otras opciones muy malas.

**7. Medidas para la oferta:** Reinhart y Sachs dicen que no sólo hay que incentivar la demanda sino que también es muy importante pensar en los incentivos para la oferta, tal como enseña la historia. Señalan que se debe aprovechar esta crisis para cambiar el modelo de crecimiento basado en el aumento del consumo vía endeudamiento con pocos incentivos para promover las inversiones y las exportaciones porque ya está agotado. Por eso es que no se debería seguir promoviendo el consumo sino que se debería dar incentivos al ahorro y a la inversión y cambiar la direccionalidad del gasto público: se deberían realizar importantes inversiones en energía limpia, renovación de la infraestructura y educación en todos los niveles. El nuevo modelo debería centrarse en el aumento de la productividad.

**8. El comportamiento de la sociedad.** Al problema de la disponibilidad y potencia de los instrumentos hay que adicionarle el comportamiento de los

consumidores y empresarios. El consumo privado sigue débil por la desocupación, la incertidumbre, el alto endeudamiento, la pérdida de riqueza en la bolsa y en las propiedades inmobiliarias y la caída del salario real. La inversión privada está detenida por la capacidad ociosa y el desapalancamiento. Finalmente, las exportaciones “chocan” contra la competencia de China y de los países emergentes.

#### **IV. Los problemas en la Unión Europea y la crisis en algunos países miembros**

La UE creció en 2010 el 1,8 % y en el próximo la tasa será algo menor: 1,7 %; para el 2012 se prevé el 2 %. Con tasas tan reducidas, la desocupación recién comenzará a bajar, muy levemente, a partir de 2012. Volver a un desempleo del 7 % como existía antes de la crisis se necesitarán varios años más.

El comportamiento no es uniforme: algunos países tardarán más en comenzar a revertir la situación, como es el caso de Grecia, Irlanda, Portugal y España, países en los cuales la desocupación supera el 10 % y el crecimiento esperado es mas bajo que el promedio. Además, hay profundas diferencia en el nivel de la deuda pública y privada, en la evolución de la competitividad, en el déficit fiscal y en el déficit de la cuenta corriente.

Por ejemplo, desde el punto de vista agregado la Unión Europea en relación a los EE.UU. tiene menos déficit fiscal (6,8 % vs. 11 % en 2009) y un menor endeudamiento público (74 % vs. 83 % del PIB en 2009). Pero hay países europeos con niveles muchos mayores, como es el caso de Irlanda, Grecia, Portugal, España, Italia, Bélgica, incluso el Reino Unido. Por otra parte, la cuenta corriente del balance de pagos si bien está prácticamente en equilibrio, ello se debe a que el superávit de Alemania y de Holanda compensa el déficit de todo el resto.

La UE se mantiene firme en su política de ajuste fiscal y de restricción monetaria. Hubo acuerdo general de parte de los gobiernos en la cuestión fiscal pero varios reclamaron mayor flexibilización al BCE porque consideraron que debería aumentar la compra de títulos públicos de los países. Pero esta posición fue rechazada por Alemania al igual que la propuesta de aumentar el fondo de rescate financiero y la emisión de bonos europeos. En diciembre 2010 aceptaron crear un fondo de rescate para blindar el euro que entrará en vigor en 2013 y será utilizado solo en caso de que sea “indispensable”, palabra agregada al final de la discusión entre los presidentes: sustituirá los dos instrumentos temporales creados durante la crisis en mayo 2010: 60 mil millones para ser asignados por la Comisión y 440 mil millones por acuerdo intergubernamental.

La UE decidió imponer penas financieras a quienes no cumplan con los planes de ajuste y no lleguen a los % estipulados en el tratado de Maastrich, aunque no serán automáticos como reclamaba Alemania, sino que deben ser

aprobados por el Consejo. También plantean nuevas pruebas de stress bancario, dado que dos bancos que tuvieron problemas en Irlanda habían aprobado el examen. Además, Alemania que es la economía que mejor está saliendo de la crisis, propone que hacia futuro los bancos privados participen en los salvatajes y que los inversionistas privados compartan las pérdidas en las posibles futuras crisis de deuda soberana (a partir de 2013).

### 1. La crisis en Grecia, Irlanda y Portugal

El común denominador de estos países es que están en recesión, crecerán muy poco en los próximos años, la desocupación es muy alta, tienen un déficit fiscal muy elevado y una deuda pública alta y creciente. El origen del problema varía según los países:

*a. Grecia:* pérdida de competitividad debido a que el crecimiento de la productividad fue inferior a la media europea, los precios crecieron más que el promedio y los salarios crecieron más que la productividad; en relación con Alemania perdieron 30%. El otro problema es que nunca cumplieron con la pauta del déficit, llegando al 13,5 % en 2009. En mayo de 2010 la UE le otorgó un préstamo equivalente al 48 % del PIB a una tasa del 5,4 % para que puedan hacer frente al pago de la deuda que vence en los próximos 3 años. La deuda será en 2012 del 156 % del PIB, lo cual aparece como insostenible. Están bajando gastos, salarios y subiendo impuestos, pero se les pide un esfuerzo aún mayor.

*b. Irlanda:* las dificultades nacen cuando se incorporan al Euro e ingresa una gran cantidad de fondos de otros países de la zona aprovechando el diferencial de tasas y la desaparición del riesgo cambiario. Crédito fácil que desembocó en un boom inmobiliario, y estalló. La deuda privada es de alrededor del 800 % del PIB. El primer problema es la no previsión sobre el efecto del sobreendeudamiento privado. Luego, cuando estalla la crisis el gobierno decidió dar garantía total a los depósitos, cuando la UE comenzó con 50 mil euros para llegar a los 100 mil en este año. Además decidieron sostener al sistema financiero cuando tuvieran problemas dándoles todos los fondos que necesiten. Ello determinó que el déficit fiscal ascendiera en este año al 32 % del PIB. La UE le prestó fondos por el equivalente al 54 % del PIB a una tasa de interés del orden del 5 % para hacer frente a la amortización de la deuda durante los próximos 3 años. Están en pleno proceso de ajuste fiscal y baja de salarios. La economía está en depresión y deflación, lo cual lleva a pensar que la deuda pública que será del 114 % del PIB en 2012 tendrá dificultades para ser afrontada.

*c. Portugal:* el problema es similar al griego en términos de competitividad, pero se presenta algo mejor en la cuestión fiscal y en el endeudamiento. El problema es la incertidumbre que genera la falta de crecimiento que impide reducir la desocupación y hacer frente al pago de la deuda. Por eso que el

riesgo país es importante, aunque menor al registrado en Grecia e Irlanda: 320 puntos vs. 850 y 550 respectivamente.

En estos países tres no hay que descartar hacia futuro algún tipo reestructuración de la deuda pública, y en el caso de Irlanda también habría que prever la reestructuración del sistema bancario porque está sobredimensionado.

## 2. La situación de España, Italia y Bélgica

Estos países son vistos también como problemáticos aunque menos comprometidos.

**a. España:** participó del boom inmobiliario y del fuerte aumento del consumo vía endeudamiento. La deuda privada es del 215 % del PIB y con la crisis que golpeó al sector de la construcción aumentó mucho el déficit fiscal, que hasta ese momento era muy bajo. Tiene también problemas de competitividad, por eso en 2008 era el país con mayor déficit en cuenta corriente del mundo: 7 % del PIB. Comenzaron un proceso de ajuste fiscal y flexibilización laboral. La deuda pública aparece como manejable (está por debajo de la media europea: 65 % del PIB) y el sistema bancario no manifiesta tener demasiados problemas pero la desocupación es la más alta de la zona: 20 % cuando al inicio de la crisis era del 7 %. Estiman que comenzarán a crecer en 2012. En 2011 y 2012 los vencimientos son por más de 300 mil millones de euros (casi 30 % del PIB) en un contexto de estancamiento y alto déficit fiscal.

**b. Italia y Bélgica:** aparecen como menos comprometidos. El impacto de la crisis no ha sido muy fuerte, pero arrastran desde mucho antes un endeudamiento algo superior al 100 % y por eso suelen aparecer como casos también problemáticos.

## 3. Los problemas para la UE

La UE no quiere dejar caer a ningún país porque el default de la deuda o el abandono del Euro por parte de algunos países encierran un riesgo sistémico para el Euro como moneda. Pero la UE se enfrenta a un dilema serio, porque para evitar la reiteración y agudización de estos problemas, como muchos lo han planteado, deberían tener una mayor coordinación económica y financiera intra UE, una completa integración fiscal (federalización presupuestaria), procedimientos ágiles para tomar decisiones, tasa de inflación parecidas y mecanismos para resolver las grandes diferencias que se presentan en la evolución de la competitividad entre los países de la zona. Pero ninguna de estas propuestas alcanzó aún el consenso de los estados miembros<sup>IV</sup>.

**IV** En la Unión Europea para muchas medidas se debe lograr el consenso de los 27 Estados Miembros. En el proceso de conformación, los Estados Miembros fueron delegando en la Unión Europea varios instrumentos económicos (aranceles y muchos de ellos también la política cambiaria y monetaria), pero mantienen el manejo de la política financiera y fiscal.

## V. Perspectivas para 2011.

### Los PD tardarán muchos años en salir de la crisis

En 2010 el mundo creció 5 %: las economías desarrolladas (PD) se expandieron en 3 % y los países en desarrollo (PED) en 7,1 %.

Para 2011 se estima una desaceleración general: 4,4 %. Pero se registrarán tres velocidades: los PD crecerán 2,5 %, los PED 6,5 %, y algunas economías europeas con serios problemas fiscales y de endeudamiento (Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España) crecerán muy poco: 0,3 %. El dispar comportamiento en los PD se debe a cómo estaban al momento de entrar en la crisis, a la magnitud de las medidas implementadas, y ahora, al impacto de la deuda pública y según sea el caso, a la fragilidad del sistema financiero y al sobreendeudamiento privado. Para este grupo la salida será frágil y lenta y la desocupación tardará muchos años para volver a los niveles pre-crisis.

Los PED, que al momento de la crisis tenían su macroeconomía equilibrada, un bajo nivel de endeudamiento, altos precios de las materias primas y no sufrieron demasiado la caída de 2009, podrán seguir creciendo a tasas elevadas. Pero se enfrentan al problema del fuerte ingreso de capitales financieros, la apreciación cambiaria y los ya elevados niveles de reservas internacionales. Además serán afectados por la desaceleración de los PD y por la revaluación cambiaria que en algunos casos puede primarizar sus exportaciones. Explicarán más del 70 % del crecimiento mundial en 2010 y 2011. Y esta situación se prolongará por bastante tiempo dado que los PD crecerán muy poco en los próximos años.

## **VI. Posibles rasgos del futuro y la nueva geografía económica mundial**

### **1. Algunos posibles rasgos del futuro**

a. Predecir el futuro próximo no es fácil porque no se conoce la resultante de cuestiones tales como la resolución de la crisis en los PD, los acelerados cambios tecnológicos sobre todo en informática y comunicaciones, el rápido ascenso de algunos grandes PED, los desafíos que impone el medio ambiente y la energía sobre el modelo industrial y alimenticio, y los efectos de la reforma financiera.

**b. El capitalismo es un sistema que se amolda a distintas circunstancias;** sus rasgos centrales seguirán vigentes aunque es posible que sea menos inestable por los recaudos que se están tomando en el sector financiero. Es muy probable una participación más activa del Estado en su rol de regulador, no solo en temas financieros, sino también en cuestiones vinculadas con la energía, el medio ambiente y el cambio climático.

**c. La globalización seguirá su curso aunque posiblemente se pongan algunos límites a los movimientos de capitales financieros y a los migrantes.** El comercio de manufacturas, de materias primas agrícolas, de alimentos y de servicios seguirá creciendo más que el PIB. Las inversiones directas, las fusiones y adquisiciones seguirán siendo muy relevantes y concentradoras; el gran cambio estará dado por la presencia de los PED como agentes activos, como grandes inversores.

**d. Es muy difícil que en el corto y mediano plazo se llegue a una coordinación financiera, monetaria y cambiaria en el mundo.** En lo peor de la crisis no se consiguió y la posición entre los países más grandes del G20 es muy diferente.

**e. El capital no será recurso tan escaso.** Lo más importante será la tecnología y la mano de obra calificada. Los recursos naturales gracias a la tecnología seguirán expandiendo su frontera, pero la tierra y el agua seguirán siendo limitadas y cada vez más relevantes por el incremento de la población que tendrá acceso a la alimentación.

**f. Los grandes PD (EE.UU., UE y Japón) que hasta no hace mucho dominaban todo el escenario, ahora muestran problemas en varios frentes.** La crisis impuso límites al patrón de crecimiento implementado desde los ochenta que estuvo basado en el consumo por medio del endeudamiento de los sectores medios que compensó el estancamiento de sus salarios reales, y en el caso de Europa se suma la reducción del estado de bienestar por la abultada deuda pública. La gran clase media tendrá poco empuje por su alto nivel de endeudamiento y el estancamiento de sus ingresos. Además, en Europa y Japón habrá un serio problema demográfico: envejecimiento y estancamiento o disminución de la población. Seguirán siendo ricos y poderosos y continuarán teniendo dominio sobre la ciencia y la tecnología, pero el avance de China e India en estos campos es muy acelerado: su población universitaria y sus centros de investigación crecen rápidamente. Hace 20 años tenían 350.000 estudiantes en ciencias e ingeniería, ahora tienen cerca de 1.500.000.

g. Por el contrario, los PED tienen todo para expandirse: crecen a tasas muy altas e implementan sus propias estrategias de crecimiento que son aceptadas por el conjunto de la dirigencia. El incremento del PIB permitirá la expansión de la clase media y la reducción de la pobreza lo cual los convierte en fuertes demandantes de alimentos y productos manufacturados masivos. Como desafío deberán atender las presiones por mayor equidad social (ingresos y derechos básicos) y en algunos países por mayor apertura política.

## **2. Algunos datos sobre la nueva geografía económica mundial. El Pacífico.**

**a. En los últimos 20 años la geografía económica mundial cambió:** ganan posiciones los PED y pierden participación los PD; los países pobres se mantienen en el 1 % del PIB mundial. En 1990 los PD tenían el 83 % del PIB mundial y ahora el 66 %. Esta tendencia continuará, lo cual producirá un realineamiento geopolítico que de alguna manera se está observando con el avance de los chinos.

**b. En cuanto a los PD, los EE.UU. muy posiblemente tendrán una tasa de crecimiento mayor a la de Europa y ésta a la de Japón, pero todos perderán participación en el PIB mundial.** Por el contrario, los PED seguirán creciendo a tasas elevadas. Dentro del grupo existen básicamente dos subgrupos: el



de los asiáticos más dinámicos (China, India y el Sudeste –Indonesia, Malasia, Tailandia, Vietnam y Filipinas-) y el de los latinoamericanos, que crecerán a tasas menores –alrededor del promedio mundial-.

**c. Los PED tienen excedentes financieros (70 % de las reservas internacionales), empresas multinacionales, una macroeconomía ordenada, bajo endeudamiento, cuentan con el 70 % de la población mundial y están realizando importantes inversiones en empresas emblemáticas del Occidente.** Sus sectores medios crecen a la vez que se reduce la pobreza. La diferencia entre los PIB per capita de los PD en relación a los PED muestra el potencial de crecimiento: es 10 veces mayor. Por cierto que si los PED consumieran como los PD el mundo estallaría...

**d. El grupo de los asiáticos dinámicos es el gran polo de atracción.** Esta es la zona que crece más que cualquier otra y donde está el futuro. Tiene el 43 % de la población mundial y serán el principal mercado para América Latina.

**e. China por su tamaño y dinámica es la estrella.** Es el primer exportador de bienes del mundo y ya cuenta con el segundo PIB después de los EE.UU. Para Brasil y Chile, China es el primer destino de sus exportaciones; para Argentina y Perú el segundo. El elevado ahorro y por tanto el bajo consumo interno (al igual que en los inicios de la revolución industrial) les sirve para expandirse en el mundo. China y también India compran grandes empresas de EE.UU. y de Europa y fuentes de recursos naturales en América Latina y África. Cuenta con el 23 % del ahorro mundial (EE.UU. tiene el 43 % del desahorro) y el 30 % de las reservas internacionales. Necesita materias primas y ya es el primer demandante mundial. También es el segundo inversor después de los EE.UU. Por cierto también tiene sus problemas internos: pujas distributivas, grandes diferencias entre la zona urbana y rural, poco consumo, tensiones laborales y reclamos por una democratización política.

**f. Los BRIC (China, India, Brasil y Rusia) son los PED más grandes, pero son muy desiguales entre sí en cuanto a su tamaño, performance y modelo de crecimiento.** China e India crecen más que la media mundial; Rusia y Brasil están en la media, no ganan participación. Los BRIC tienen el 43 % de la población y el 15 % del PIB mundial. Si bien la denominación BRIC tiene un significado político, no hay que dejar de lado al grupo de los asiáticos dinámicos (China, India, Sudeste) que son más homogéneos en su comportamiento. El Sudeste asiático tiene más población que Brasil y Rusia juntos, un tercio de su PIB, y crecen anualmente más del doble, igual que China e India.

## VII. Resumen

La salida de los Países Desarrollados será lenta, no exenta de dificultades. Y en los próximos años crecerán a tasas muy bajas, pero el mundo seguirá su expansión gracias al Asia y América Latina.

No hay que depositar muchas esperanzas en la coordinación internacional. Seguirán prevaleciendo las actitudes y políticas nacionales.

El mundo será diferente: crecen en importancia los Países en Desarrollo y pierden participación los Países Desarrollados. Además, en la Unión Europea se observarán restricciones al estado de bienestar y en los EE.UU. la clase media no tendrán tanto acceso al crédito; en ambos los sectores medios difícilmente tengan aumento de sus ingresos reales y el consumo se resentirá.

Para Argentina es una gran oportunidad, porque el crecimiento de los Países en Desarrollo y el cambio en el peso relativo del poder económico garantiza una demanda creciente para nuestros productos y se puede abrir un espacio más democrático en los Organismos Internacionales. Pero hay que ser cuidadosos de no quedar atrapado por la “enfermedad holandesa”.

#### ANEXO

### Similitudes y diferencias entre la crisis argentina de 2001 y la de Grecia en 2010

Entre la crisis que estalló en la Argentina en 2001 y la que explotó en Grecia en 2010 hubo similitudes por la situación de origen y las propuestas de política, aunque también se registraron algunas diferencias importantes.

#### Las similitudes

a) Tipo de cambio fijo que con el tiempo se fue retrasando y provocó una fuerte pérdida de competitividad.

b) Crecimiento de la productividad inferior a la media de los EE.UU. en el caso argentino y a la media europea en el griego.

c) Tasa de inflación superior a la de la referencia monetaria: el dólar en la Argentina y el euro en Grecia (entre 2002 y 2009 el incremento de precios fue superior en 10 % al promedio europeo).

d) Déficit en la cuenta corriente muy elevado, que en el caso griego fue superior al argentino: 10 % del PIB como promedio desde 2002 cuando se creó el Euro e ingresó Grecia. Para que la economía sea competitiva y sustentable con tipo de cambio fijo, la productividad y los precios debe crecer como el promedio del país o región de referencia y los salarios deben aumentar *pari passu* con la productividad.

e) Déficit fiscal muy elevado, que también en el caso griego (13,6%) fue mayor al de la Argentina; y siempre fue más alto al 3 % establecido en Maastrich.

Coefficiente Deuda externa / PIB insostenible. Si bien en la Argentina era menor que en Grecia, los vencimientos se concentraban en el corto plazo y estaban pactados a una tasa de interés muy superior. En Grecia la deuda pública llegó en 2009 al 115 % del PIB, que es superior a la media europea y siempre fue más alta que el 60 % definido en Maastrich.

Recesión económica. En la Argentina fue de mayor profundidad y extensión que en Grecia pues nuestro país venía de una larga recesión: que se inició la crisis a mitad de 1998 y explotó en diciembre 2001 el PIB cayó 16,7 %. En Grecia el inicio de la recesión comenzó un año antes de la crisis y durante ese período el PIB cayó sólo 2 %.

Falta de previsión por parte de los gobiernos frente a la pérdida de competitividad y los déficit gemelos. Es llamativo que años antes de los estallidos sólo unos pocos hablaron anticipadamente del tema. En ambos casos se decía que el ingreso de capitales permitiría financiar los déficit y si hubiera algún problema el mercado se encargaría de resolverlo.

### **Las diferencias**

Si bien el déficit fiscal y en cuenta corriente y la relación Deuda/PIB en la Argentina eran inferiores a los de Grecia, en la Argentina había otros problemas que agravaban notoriamente la situación en diciembre de 2001:

- *Tasa de desocupación muy elevada y superior a la de Grecia.*
- *Fuerte caída de las reservas y los depósitos, algo que en Grecia no ocurrió.*
- *Sistema bancario en crisis por falta de solvencia y liquidez y el descalce de monedas, comportamiento que no se registró en Grecia.*
- *“Corralito” sobre los depósitos y bancarización obligatoria, política que no implementó Grecia.*
- *Tres monedas: dólar, peso y cuasimonedas; Grecia siempre mantuvo el euro para todas las operaciones*
- *Argentina y Grecia son países en desarrollo, pero esta última es parte de la UE, lo cual marca una diferencia en la disponibilidad y potencia de los instrumentos de política económica.*
- *Gobierno débil, que perdió la última elección parlamentaria y luego renuncia. En Grecia hubo cambio de gobierno siguiendo el cronograma preestablecido.*

### **Algunas actitudes comunes en la salida**

Cuando estalló la crisis en 2008 la Unión Europea decide impulsar la demanda a través de políticas fiscales y monetarias expansivas y en sostener al sistema financiero; Grecia, como estado miembro, atravesó esa etapa. Pero con la llegada del nuevo gobierno hacia fines de 2009 se descubrió que el dé-

ficit fiscal y la deuda eran más elevados que los anunciados oficialmente. En febrero de 2010 el gobierno griego anunció la imposibilidad de pagar la deuda pública. Después de algunos meses los integrantes de la zona Euro y el FMI acordaron un crédito de 146 mil millones de dólares para hacer frente a la deuda a vencer en los tres próximos años.

A partir de esta nueva etapa las medidas de política económica en Grecia se parecen a las de la Argentina durante 2000 y 2001: se concentraron en la cuestión fiscal y en el mercado laboral. En ambos países se presentaron las mismas diferencias entre los que insistían en este tipo de políticas y los que planteaban la necesidad de resolver las cuestiones de competitividad. En resumen, las medidas fueron las siguientes:

- *Flexibilización laboral y reducción de la indemnización por despido.*
- *Reforma jubilatoria aumentando la edad de retiro y los años aportados.*
- *Reducción de las inversiones públicas y de los gastos, inclusive los de carácter social.*
- *Reducción de los salarios públicos y jubilaciones más elevadas y congelamiento para los restantes por varios años.*
- *Aumento de impuestos indirectos (IVA, combustibles, transacciones bancarias).*
- *Renegociación de la deuda: hay una diferencia. Mientras la Argentina intentó su reestructuración ofreciendo tasas de interés del 15 % lo cual era una confirmación de la imposibilidad de pago; la UE refinanció la deuda griega de corto y mediano plazo a una tasa del orden del 5 %.*
- *Nivel del déficit fiscal: mientras en la Argentina se propuso el “déficit cero” de manera prácticamente instantánea, en Grecia se planteó reducirlo a 3 % en los siguientes cuatro años.*



## INTRODUCCIÓN

### **Objetivos y organización del trabajo**

*El objetivo general del presente trabajo consiste en realizar un análisis de la crisis financiera internacional del 2008, considerando las diferentes visiones que intentan explicarla y analizando el impacto inmediato y futuro que la crisis implicará en las principales economías. En ese contexto se enfocan algunos temas claves de Brasil y Argentina, aunque, en este último caso, se espera profundizar en sucesivos Cuadernos.*

*La hipótesis central de este trabajo es que las tasas de crecimiento pre crisis estuvieron por encima del producto esperado, como resultado del alza del precio internacional de las materias primas. En un escenario así, se podía preanunciar que las políticas monetarias de metas de inflación, que llevaran adelante la mayoría de los países, fracasarían. Esta generación ficticia de riqueza que se produjo a través de los mercados financieros globales explica la magnitud y extensión que ha alcanzado la crisis, medida en términos de caída de producto (Ortea, 2009).*

*Esta crisis, como todas, tiene los elementos tradicionales de los momentos claves de la economía y a la vez elementos sorprendentes, tanto en lo que respecta a los comportamientos de los agentes, como de los gobiernos. La actual crisis financiera internacional, tiene nuevos componentes que surgen de la globalización de los mercados financieros y de las economías. También, los cambios tecnológicos que se introdujeron en los sistemas financieros han jugado su papel.*

*La situación, que un principio parecía localizada y acotada al mercado de hipotecas subprime de los EE UU, era mucho más compleja y estaba mucho más extendida. Es así que en los últimos tiempos, hemos asistido a una multiplicidad de episodios de magnitud y gravedad (no solamente económica), de los que difícilmente pueda encontrarse una comparación en el pasado y que son la resultante de la multiplicidad de desbalances globales que existían en el inicio de la crisis y que pueden provocar una transformación profunda en las relaciones económicas y políticas en el planeta. Todo esto dio lugar a un sinnúmero de posiciones que se analizan a continuación.*

*Para los fines del estudio, consideramos que el contexto de crisis corresponde a aquel en el que el mundo experimenta una caída del PBI. En este sentido, desde finales de 2009, la economía global ha recuperado la senda de crecimiento positiva, por lo que en principio se puede pensar que la crisis ha finalizado, según la consideración mencionada. A pesar de ello, se observa en el contexto internacional que la salida de la crisis es aún lenta, no sin riesgos sensibles de ocurrencia de nuevas recaídas.*

### ***Las diferentes visiones de la crisis***

*Las posiciones respecto de la actual crisis, son de lo más variadas. Para simplificar y sintetizar, Rozenwurcel (2009), las divide en tres grandes grupos: las que apuntan a cuestiones ligadas a la institucionalidad del sistema financiero, las que destacan aspectos microeconómicos de la psicología y la conducta de los agentes económicos en los mercados financieros y aquellas que se enfocan en factores de índole macro-estructural. Nosotros intentaremos subdividirlas entre las neoinstitucionalistas (los dos primeros grupos de Rozenwurcel y las estructuralistas (el tercer grupo). Dentro de la primera visión encontramos a quienes ponen el acento en problemas de endeudamiento y de regulación financiera. Por un lado se identifica el origen de los desbalances globales en la política de los países asiáticos (con China como principal protagonista), lo que llevó a una fuerte apreciación en el valor de los activos financieros en occidente y al mismo tiempo, la política fiscal y el fuerte déficit americano en cuenta corriente, de utilidad a principios de la década, para evitar un escenario de deflación que hubiese sido más negativo para la economía estadounidense y mundial, pero que según estos autores fue llevada luego al extremo (Buiter, 2009; Hall & Woodward, 2009). Esta situación pudo funcionar por el estilo de geopolítica de los principales jugadores mundiales, como podrá verse más abajo en este documento.*

*Esta cuestión venía siendo advertida por muchos economistas quienes alertaban sobre el gran influxo de capitales hacia EEUU por la existencia de mayores oportunidades de inversión, en función del rol de liderazgo tecnológico del país y por la propia burbuja (Cooper, 2004; Clarida, 2005 y Backus y Lambert, 2005), pero también la baja tasa de ahorro americana (en particular, la de las familias, -Roubini y Setter, 2004-), y la alta tasa de ahorro del resto del mundo, especialmente de China y otras economías asiáticas (Bernanke, 2005; Hubbard, 2005). Incluso se advertía esta situación como una consecuencia de las crisis asiáticas de los 90, en particular, y más en general por las crisis que sufrieron las economías emergentes a lo largo de la década pasada (e.gr., México, Brasil y Argentina), ya que dichos países a partir de ese momento pasaron a reducir su tasa de inversión y aumentar la acumulación de reservas precautorias bajo la forma de activos denominados en dólares (enfoque de la interdependencia asiático-americana).*

*En segundo lugar, según este enfoque, la crisis financiera internacional ha sacado a la luz una serie de falencias en la arquitectura y regulación financiera,*

particularmente en el manejo de las instituciones de relevancia sistémica, en la evaluación de riesgos sistémicos y vulnerabilidades y en la resolución de instituciones financieras (Claessens S., Dell'Ariccia G., Igan D., Laeven, 2010; Spence, 2008). Estas falencias –largamente anunciadas- incluyen securitización, así como inversores y reguladores confiando demasiado en las opiniones de las agencias privadas de rating (Buiter, 2007; Coval et al, 2009).

El tema del rol de la securitización es clave. En Trichet (2009a) aparece como el principal incentivo de carácter perverso, que en un principio permite la diversificación del riesgo, pero que al posibilitar desprenderse del crédito inmediatamente después de haberlo generado, en la práctica, lo lleva a no tener incentivos para un apropiado manejo del riesgo. Esta securitización redujo la transparencia global al reducir los incentivos para obtener y diseminar información acerca del riesgo de contraparte, además de romper el vínculo entre quien originaba el crédito y quien soportaba el riesgo, reduciendo los incentivos para una conducta apropiada por parte de los originadores. Este fenómeno se multiplicó al infinito en el mercado financiero norteamericano (De Gregorio, 2009; De Michelis, 2009), debido los estímulos generados por el Congreso estadounidense a través de la Community Reinvestment Act que redujo sustancialmente las exigencias de la Federal Housing Administration para acceder al crédito y las presiones que recibían los prestamistas desde el Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano de los EEUU para extender las hipotecas a un conjunto más amplio de potenciales deudores. Ello dio lugar al surgimiento de las subprime y otras hipotecas riesgosas.

Un muy interesante trabajo de la NBER incorpora la problemática del shock. En efecto, Jagannathan et al. (2009) argumentan que el fuerte incremento en la oferta laboral en el mundo desarrollado, disparado por eventos geopolíticos e innovaciones tecnológicas, es la principal causa subyacente de los desbalances macroeconómicos globales que han derivado en la fuerte recesión actual por la incapacidad de las instituciones en los EEUU y el resto del mundo de enfrentar este shock de oferta, y por la incapacidad del mundo emergente de absorber los ahorros a través de la inversión doméstica y el consumo, dado lo inadecuado de sus mercados financieros nacionales y las dificultades en hacer cumplir los contratos financieros; además, la situación se ve agravada por la inhabilidad de la economía estadounidense de ajustarse a los incentivos perversos causados por los enormes inlujos de dinero que llevaron a la quiebra de varias instituciones financieras. Los avances tecnológicos en la ingeniería financiera, funcionaron exacerbando este proceso, tal como lo señalan Buiter, 2009 y Mishkin, 2008.

Finalmente, este punto de vista hace hincapié en el hecho de que el límite lo puso la inflación, ya que la aceleración de la misma generó la necesidad de un ajuste de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal lo que complicó el cumplimiento en tiempo y forma de las deudas hipotecarias tomadas, que en su gran mayoría se habían pactado a tasa variable. Cuando luego que en mayo de 2004, la tasa de inflación minorista superara en Estados Unidos el 3%, en términos interanuales, la FED en su reunión del mes de junio, decidió realizar



un incremento en la tasa de interés de referencia, que por entonces se encontraba en el 1%, de un cuarto de punto. Luego realizaría otro incremento de un cuarto de punto más, en la reunión de agosto y si bien la tasa de inflación intentó moderarse por unos meses, a partir de octubre de 2004 se mantuvo en promedio por encima del 3% obligando a la FED a realizar cada vez mayores esfuerzos por controlar la dinámica inflacionaria, llevando a la tasa de interés a 5,25% en junio de 2006 y manteniéndola en dicho nivel hasta el estallido de la crisis.

Además, la consecuente desaceleración del crecimiento económico, con efectos sobre el empleo, terminó de conformar un escenario negativo para el mercado hipotecario. El incumplimiento de las deudas hipotecarias impactó en el valor de los SIV y demás derivados, generando pérdidas en los tenedores de estos activos (bancos de inversión y comerciales) y un fenómeno de insolvencia que se fue generalizando.

Esas serían las principales visiones de los orígenes de la crisis, y en función de los diferentes aspectos a los que apuntan es que se proponen desde profundas reformas para regular el nuevo contexto de mercados financieros globales (al menos esta fue la posición inicial del FMI) hasta –como propone Bernanke (2009) y hoy es la posición mayoritaria en las instituciones internacionales- de controlar el nivel de endeudamiento y una mejora en las prácticas de supervisión y comunicación internacional, particularmente la necesidad de mantener fuertes prácticas de administración del riesgo tanto en tiempos buenos como malos.

Por su parte, entre los que hemos llamado estructuralistas, sobresalen quienes han tratado de retomar las ideas de J.M. Keynes para explicar la dinámica de la actual crisis financiera internacional. Una buena parte de ellos se basa en la “hipótesis de la inestabilidad financiera” de Minsky (1992), según la cual, cuando una economía atraviesa una etapa de auge, los inversionistas tienden a sobrestimar las buenas noticias, llevándolos a un exceso de confianza sobre las perspectivas futuras haciéndoles incurrir en excesos en los patrones de inversión y de endeudamiento. Dado que este comportamiento es imitado por la mayoría, la economía experimenta un boom de inversión y endeudamiento. Por este motivo, Minsky sostiene que en tiempos de bonanza las economías capitalistas sufren comportamientos que la desestabilizan. La crisis se produce de este modo por factores internos como consecuencia del natural ciclo de negocios. Una interpretación que sigue esta línea es la de Arestis y Karakitsos (2009), para quienes la crisis actual tiene su raíz en la excesiva liquidez que, iniciada a mediados de los 90, financió una serie de burbujas en los precios de los activos. Esta liquidez fue el resultado de una mala ingeniería financiera que se desbordó a otros bancos y al sector privado a través de la securitización, en conjunción con una política monetaria demasiado acomodaticia.

Un trabajo de Taylor (2010) es paradigmático al respecto. Basándose en la misma hipótesis, este economista plantea que bajo incertidumbre fundamental, los agentes basan sus decisiones en convenciones que pueden ser estables por un tiempo pero que cambian rápidamente: La burbuja en el precio de las viviendas, las expectativas y los modelos de evaluación se apoyaban en el convencimiento

de precios al alza, la baja tasa de interés real, implementada por Greenspan y justificada en los niveles de inflación, ayudó a apoyar el alza en el precio de los activos financieros y de las viviendas, aunque la desregulación financiera jugó un papel aún más relevante en dicha dinámica. En un contexto de salarios reales estancados o con aumentos reales moderados, las familias estadounidenses, aumentaron su consumo, a través de un mayor endeudamiento (duplicándolo en términos del ingreso) garantizado por las viviendas. La burbuja en el precio de las viviendas, les permitió a las familias estadounidenses, mantener un inconsistente nivel de consumo. El cambio en el comportamiento de las familias, fue el principal canal de transmisión de la crisis a la economía real.

Pero lo que es más interesante aún es que la acumulación de varias burbujas, la interacción de las mismas y su realimentación entre ellas-, llevaron a una ilusión de “máquina de dinero perpetua”, esto les permitió a las instituciones financieras, generar riqueza a través de procesos artificialmente insostenibles (Sornette D. Woodard R., 2009). Y resulta más llamativo entender que para esta tradición teórica, estas escenas son típicas de la lógica del capitalismo en su fase financiera, y muy difíciles de erradicar definitivamente.

En este mundo teórico, opuesto al neoclásico, Arestis y Karakitsos (2009) y Arestis y Singh (2010) consideran que los bancos centrales con objetivos orientados sólo en la estabilidad de precios, tienen mayores dificultades para enfrentar situaciones como la crisis financiera global actual en un ciclo de negocios impulsado por los activos, dado que la volatilidad de la brecha del producto es mayor que la volatilidad de la inflación. Es en este sentido que los bancos centrales que se enfocan sólo en la estabilidad de precios, han sido menos eficaces en limitar el impacto de la crisis, ya que la rigidez que les impone el objetivo planteado, les dificulta la respuesta a cambios inesperados con impacto en el producto.

Una interpretación más radical, como la de Palley (2010), plantea que si bien el proceso de inestabilidad identificado por Minsky juega un rol relevante en la crisis, el mismo es sólo una parte de un mayor drama económico que implica al modelo neoclásico de crecimiento que fuera implementado en los 80', que inaugura una era de estancamiento salarial y de una mayor desigualdad en la distribución del ingreso. Este modelo, en lugar de apoyarse en el crecimiento de los salarios para estimular la demanda, se apoya en el endeudamiento y en la inflación en el precio de los activos. La combinación de innovación financiera, desregulación financiera, fugas regulatorias, y un creciente apetito por el riesgo, impulsaron al modelo de tendencia al estancamiento, más allá de lo esperado.

Dado que las burbujas y los límites al endeudamiento son difíciles de predecir es que los críticos del modelo neoclásico de crecimiento plantearon su inutilidad. Sin embargo, manteniendo el modelo y considerando un aumento en el endeudamiento y una burbuja en el precio de los activos, ello implicaría que el crash sería mayor y tomaría la forma de una abrupta crisis financiera cuando el proceso termine de desarrollarse.

Según Palley (op.cit.), si la situación actual de crisis se interpreta como

*una crisis financiera en el sentido planteado por Minsky, las implicancias de política apuntarían solamente a una reforma en la regulación financiera, no siendo necesaria medidas para la economía real. Si la interpretación de la crisis toma la forma del enfoque de los nuevos marxistas, los SSA (Social Structure of Accumulation) o los keynesianos estructurales, las implicaciones de política son más profundas. En este caso, si bien los problemas en los mercados financieros deben ser atacados, ellos no representarían la raíz de los problemas del modelo neoclásico, siendo necesario para ello, reemplazar el modelo por uno nuevo que vincule el salario con el crecimiento de la productividad, lo que implica la implementación de reformas institucionales y económicas en el mercado de trabajo, el rediseño de la globalización, la reversión de los desbalances entre mercado y gobierno, y la restauración del objetivo de pleno empleo. Wallerstein (2009) va más allá, al considerar esta crisis como parte del fin del capitalismo.*

*En síntesis, las diferencias están en las explicaciones más profundas y de largo plazo, pero hay una cierta coincidencia en el hecho de que la importancia de la crisis se explica porque su epicentro se produce en EEUU, país que ve tambalear su liderazgo; también hay coincidencia en que el origen y la solución de la crisis se dio como parte de la “sociedad de hecho” que los EEUU tienen con China. En este contexto, si bien Latinoamérica no ha logrado desacoplarse de la crisis, sí ha demostrado una auspiciante capacidad de recuperación que da muestra de los avances que ha logrado.*

*Estas situaciones son posibles porque hay condiciones geo-políticas y económicas que explican una cierta distribución de poder internacional, esto es lo que se analiza en el capítulo 1 y sus consecuencias en el origen, el desarrollo y las respuestas a dicha crisis. El punto es central ya que de la situación relativa de los países en el punto de partida y sus enfoques de la crisis, se desprenden las políticas actuadas. Aquí se observa que EEUU seguirá manteniendo su liderazgo político y económico sin que exista una potencia o bloque capaz de disputarle dicho liderazgo y que la sociedad mencionada sigue vigente.*

*También hay coincidencias en que en la antesala de la crisis, esto es, el período 2003-2007, se fueron acumulando los desequilibrios que derivaron, primero en la crisis subprime, y luego en la crisis financiera internacional y fiscal en el mundo desarrollado. La euforia financiera aparece como uno de los factores críticos para explicar una crisis de tamaño magnitud. Esta etapa se analiza en el capítulo 2.*

*Los diversos analistas coinciden en el análisis del estallido de la crisis y de los cambios que se generaron en la economía mundial desde diferentes aspectos considerados claves. Las fuerzas que impulsan el crecimiento mundial han cambiado, y ello tendrá un impacto en la dinámica de crecimiento externo de la economía argentina.*

*Donde los enfoques difieren –por las diferencias que hay en las explicaciones más profundas– es en cuanto a las políticas. Justamente en el capítulo 4 se puede ver que las políticas adoptadas por las principales economías y por Latinoamé-*

*rica, como respuesta a la crisis financiera internacional han sido diversas así como son diversas sus consecuencias y las perspectivas que se abren en el nuevo escenario. La actuación del mundo desarrollado en la crisis financiera internacional demuestra que las políticas de ajuste no son la respuesta deseada a pesar de ser recomendadas por éstos y por los organismos internacionales en las crisis del mundo emergente. Las consecuencias que ha tenido la tardía intervención del BCE en la crisis griega así lo demuestra. Para Latinoamérica, ha sido central la implementación de políticas fiscales de estímulo, para limitar la crisis y acelerar la recuperación. Lo mismo debe decirse de la estrategia argentina: el modelo adoptado, que permite la utilización de un instrumental económico más amplio que en el modelo de convertibilidad, demuestra tener mayor capacidad de respuesta a situaciones de crisis que los intentos precedentes.*



## Capítulo 1

### **Geopolítica y Economía Política de la Crisis Financiera Internacional.**

En este primer capítulo se abordan los elementos geopolíticos y de estructura económica que rodean la crisis, con el objetivo de vislumbrar las estrategias de los principales jugadores del sistema global. Es importante este abordaje a los efectos de suponer o no en este contexto, la ocurrencia o no de comportamientos muy diversos a los actuales, es decir, para entender si hay elementos para plantear un cambio profundo del status quo. En la mayoría de los autores la respuesta es negativa, aunque se plantean algunas transformaciones (Summers, 2008; Report for US Congress, 2010; Nanto, 2009; Morrison, 2009; Claessens, Dell'Araccia, Deniz Igan, Luc Laeven, 2010).

Si bien siempre es difícil clasificar a los países por sus roles a nivel mundial, es importante hacerlo para analizar sus comportamientos. En el actual estado de la política internacional, los jugadores geopolíticamente estratégicos (aquellos con capacidad y voluntad de ejercer poder e influencia internacional, así como de alterar las cuestiones geopolíticas) son EEUU, China, Rusia, India, Inglaterra, Francia, Alemania y Japón. Se trata de las principales potencias y casi todos los Brics. Los jugadores geopolíticamente tácticos (cuya importancia se deriva no de su poder y de sus motivaciones sino de su situación geográfica sensible y de las consecuencias que su condición de vulnerabilidad provoca en el comportamiento de los jugadores estratégicos) son países como Indonesia, Ucrania, Azerbaiyán, Corea del Sur, Taiwán, Turquía e Irán y podría agregarse a México y Brasil (Brzezinski, 1997, 2004 Y 2007).

Vale mencionar que en el escenario postcrisis el sistema internacional ha ingresado en una etapa de redefinición que caracterizado por un mayor nivel de iniciativa autónoma de las entidades estatales, sólo que como un fenómeno aún fuertemente condicionado por los Estados Unidos, cuya vigencia se

asienta aun en el nivel de complejidad de su estructura económica y productiva nacional y en su capacidad político-militar para gestionar la influencia internacional. Si bien se observa un proceso de redistribución de poder internacional, aún resulta prematuro hablar de multipolarismo (Tamames Gómez, 2009; Battaleme Martínez, 2008). Este contexto ofrece una gran incertidumbre ya que por un lado, existen grandes dudas sobre la relación entre China y EEUU, mientras que por otro, Europa, el otro bloque de poder, se encuentra en una situación de riesgo que puede traer consecuencias negativas para la continuidad de sus instituciones (Rodrik 2009; Eichengreen, 2009; Feldstein, 2010; Chan, Lee-Pak y Chan).

A continuación analizaremos el rol de algunos de los principales países:

## Los EE. UU.

### *Economía y poder norteamericanos*

Uno de los temas centrales para entender la crisis y la salida de ella, es el rol de los Estados Unidos; es que la geopolítica actual fue fundada por la hegemonía que desde la última década del siglo XIX fueron construyendo como principal potencia mundial los Estados Unidos. El ascenso norteamericano fue facilitado por diversas razones que escapan a este trabajo, pero las mismas están relacionadas con el modo en que se desarrolló su proceso de industrialización y la específica forma de construcción nacional y territorial del Estado –nación fordista norteamericano desde la última parte del siglo XIX; luego, será central el rol jugado en la posguerra.

Esta supremacía norteamericana en los asuntos mundiales se ha sustentado, sobre todo luego de la Segunda Guerra, en un orden internacional innovador ligado a las siguientes características: por un lado, EEUU como el más grande y transnacionalizado sistema fordista del planeta que rige desde la primera parte del siglo XX, lo que sostiene al dólar como moneda de cambio mundial y luego de los '70, en su gran capacidad de realizar exitosamente la transición postfordista y seguir en un primer lugar en términos de complejidad económica, aunque ahora en competencia más clara con otros países de comportamiento estratégico; en segundo lugar, es el mayor –junto a la URSS en su momento, exclusivo ahora- poder militar, con un sistema de seguridad colectiva que incluye mandos y fuerzas integradas, principalmente en lo que hace a Europa (OTAN) y Asia (Japón), finalmente, alrededor de su poder existe un sistema de cooperación económica regional (APEC + TLC) e instituciones especializadas en la cooperación global (Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional, Organización Mundial del Comercio), aún vigente pero en crisis. Por otra parte, el aumento de poder económico y político de China e India plantea un desafío a las instituciones mundiales dominadas por Estados Unidos que han estado en vigor desde la década de 1940 (Drezner, 2007).

En este documento se plantea que más allá de las dinámicas desatadas por la crisis económica, la capacidad de los EEUU de determinar las relaciones internacionales seguirá siendo más grande que las siguientes tres economías combinadas (Japón, Alemania y China), aunque la relación comercial y financiera con ésta última y su cada vez mayor relevancia económica en el mercado mundial, explican los límites que tiene hoy aquella. Hay quienes plantean que si EEUU sigue siendo el poder hegemónico es porque no existe otro poder que pueda hacerle sombra (Chomsky, 2008).

La razón por la que se sostiene esta hipótesis es que los fundamentos de la competitividad, el dinamismo, la flexibilidad y el peso internacional de la economía norteamericana siguen siendo fuertes. Por otra parte, la competitividad de la economía estadounidense, contrasta con las dificultades observadas en este sentido en la UE en donde una buena parte de las reformas estructurales propuestas, apuntan a lograr una mayor eficiencia productiva (OECD, 2010).

Tomemos como ejemplo los casos de la nanotecnología y de la biotecnología. En el campo de la nanotecnología, Estados Unidos posee más nanocentros que los tres países que le siguen sumados (Alemania, Gran Bretaña y China) y tiene más patentes que el resto del mundo combinado. Por lo tanto, es altamente probable que lidere los descubrimientos más determinantes en la materia en los próximos 50 años.

En el campo de la biotecnología el liderazgo también es claro. Las ganancias por biotecnología llegaron a US\$ 50 billones en el 2005, cinco veces el tamaño de las ganancias europeas. En otras palabras, las ganancias norteamericanas representan el 76% de las ganancias mundiales.

Si miramos algunos indicadores del sistema educativo superior norteamericano, llegamos a las mismas conclusiones. Los Estados Unidos invierten 2,6% de su PBI en educación superior, en comparación con sus dos más próximos competidores: Europa con el 1,2% y Japón el 1,1%. Por otro lado, los Estados Unidos, con el 5% de la población mundial, tienen 7 u 8 de las diez universidades más importantes del mundo y entre el 48% y el 68% de las 50 universidades más importantes del mundo. En este contexto, la situación de las ciencias es particularmente clarificadora. India gradúa entre 35 y 50 Ph.D. en ciencias de la computación por año. Estados Unidos gradúa 1.000 por año. Muchos de esos miles, son además los mejores talentos de India y de otras tantas potencias emergentes. De hecho, Estados Unidos sigue siendo el destino más atractivo para los estudiantes internacionales (30% de los estudiantes globales). Finalmente, y a diferencia de Europa y Japón, en donde las universidades son instituciones burocráticas, las universidades norteamericanas poseen un nivel de vinculación con las empresas único en el mundo.

Es cierto, Estados Unidos ya no domina las manufacturas (Asia lo hace) y se ha transformado fundamentalmente en una economía de servicios. Sin embargo, las manufacturas asiáticas tienen que ser entendidas en el contexto



más general de una economía global e interdependiente, en donde el verdadero poder se concentra en las etapas de diseño y distribución más que en la manufacturación, etapas en las cuales nuevamente Estados Unidos domina. Adicionalmente, la penetración de las manufacturas chinas en EEUU ha provocado en la industria americana una reorientación hacia la producción de bienes más sofisticados o cambiando su intensidad de uso de factores (Álvarez y Claro, 2008).

La competitividad norteamericana con respecto al resto del mundo se ve expresada, por ejemplo, en el último *The Global Competitiveness Report 2009-2010* que la posiciona con un score de 5,59 frente a Alemania con 5,37, Japón también con 5,37, China 4,74 y Rusia con 4,15. Sin embargo, y este es el gran límite de la situación actual, el déficit comercial y público americano asciende a 3,3% (US\$ 490.000 proyectado para 2010) y 9% (US\$ 1,35 billones para el año fiscal 2010) en términos del PBI, respectivamente; su contraparte es el nivel de reservas de China (esta geopolítica se ve reflejada en los flujos de capitales: al mes de abril de 2010, las reservas de US\$ 5 trillones), y también de Japón con US\$ 1,05 trillón, Rusia con US\$ 461 billones, e India, Corea del Sur, y Brasil, cada uno con más de US\$ 200 billones (US\$ 278 billones para India, US\$ 272 billones Corea y US\$ 244 billones para Brasil).

En lo militar, Estados Unidos es y seguirá siendo por un período considerable de tiempo el único poder internacional que domine “los comunes globales”; esto es, el aire, el espacio y el mar, siendo por lo tanto el único con capacidad real para proyectar poder internacionalmente. Algunos indicadores son elocuentes: la potencia del norte gasta en defensa más que los 14 países que le siguen en forma combinada, dando cuenta del 50% del gasto mundial. Más importante aún, Estados Unidos gasta en investigación y desarrollo para defensa más que el resto del mundo combinado. Este gasto no representa una carga fiscal considerable (4,1% del PBI), y por lo tanto, no hay riesgos de que la crisis financiera pueda alterarlo. Para Wallerstein (2004), en el poderío militar se apoya la hegemonía actual estadounidense, aunque según Arrigui (2007), la estrategia de reconfiguración del poder estadounidense, iniciada por Bush a partir del 11-s, ha fracasado, por lo que EEUU irá perdiendo poder gradualmente. Por otra parte, si bien China es la potencia que busca pelearle la hegemonía mundial a EEUU, aún se encuentra lejos de desafiar su poder en varios frentes, principalmente en lo relativo al poder militar, por lo que hasta el momento, se limita a cultivar relaciones amigables aprovechando su poder económico (Wallerstein, 2004). Por su poderío militar, una hipótesis que se maneja es que un EEUU en crisis dará lugar al surgimiento de un nuevo imperialismo, más militar por parte de EEUU (Harvey, 2008).

Este autor plantea que ante el ascenso de otras potencias, en especial, ante el surgimiento de China, y a pesar de continuar ostentando la hegemonía mundial, EEUU debe decidir la estrategia a seguir. La preocupación de EEUU por China es tanto en lo económico, como en lo político, en lo militar y la posi-

bilidad de ir hacia un multilateralismo. Sin embargo, la política implementada por Bush basada en un intenso y sostenido compromiso con Pekín sobre cómo coordinar mejor los EE.UU. y República Popular de China, las respuestas a los problemas de la política en todo el mundo, desde un programa de armas nucleares en Corea del Norte a los piratas en el Golfo de Adén para crisis humanitaria en Sudán, ha resultado exitosa y aparece como el camino más adecuado para continuar la relación bilateral con China (Christensen, 2009).

Hay otro tema relevante: Estados Unidos, a diferencia de sus supuestos competidores, es un poder insular, lo cual le otorga cierta inmunidad y capacidad para delegar en terceros la resolución de la conflictividad y competencia geopolítica. Es decir, los poderes emergentes están situados en regiones en donde otros potenciales poderes emergentes están presentes también, produciendo una situación de competencia regional considerable que dificulta la proyección de poder a nivel internacional. Estados Unidos puede aprovechar esta situación delegando management en poderes compatibles con sus intereses, de modo de balancear a poderes revisionistas. Esta situación aumenta el poder relativo de los Estados Unidos con respecto a competidores.

Sin embargo, existe una paradoja en el poderío norteamericano: sus fuerzas militares de tierra (infantería) y la mayoría de sus capacidades logísticas están comprometidas en Medio Oriente, particularmente en Irak y Afganistán. Esto, en el contexto de un posible conflicto con Irán, lo cual comprometería en niveles similares el poder aéreo norteamericano, sin dejar de considerar el escenario inestable que atraviesa Pakistán. Los Estados Unidos son tan poderosos que en el largo plazo han creado un desbalance en el sistema internacional (unipolarismo). Sin embargo, en el corto plazo, han quedado excluidos de los balances globales, fundamentalmente porque poseen pocos recursos militares para lidiar con desafíos emergentes en otras partes de la cartografía internacional. En otras palabras, Estados Unidos sigue siendo el poder dominante en el largo plazo, pero en el corto plazo no puede ejercer su poder. Esto crea una ventana de oportunidad para poderes emergentes con vocación revisionista, una oportunidad para la acción.

En síntesis, el mundo está sin dudas cambiando, aunque no sea todavía claro cuánto poder detenta fundamentalmente Europa y China. Estados Unidos seguirá siendo el jugador decisivo y dominante pero su actual estructura económica y la situación geopolítica le pone límites.

### **Asia: ¿El momento de China?**

#### *El ascenso chino*

China constituye un jugador clave en Asia. Es históricamente una civilización con centralidad en los asuntos internacionales, y posee una capacidad de generación de poder económico altamente determinante en la nueva cartografía internacional. Claramente, su ascenso presagia la revisión de cuestio-

nes como el estatus de Taiwán, lo cual implica revisar la posición geopolítica de los Estados Unidos en Lejano Oriente. Esta situación genera también impactos en Rusia, que en caso de debilidad estatal pierde influencia en los Estados orientales vis-a-vis China.

El poderío de la economía china se puede medir considerando la inversión extranjera directa (IED), que en 2009 alcanzó los US\$ 63,8 billones, y aunque sufriera en dicho año una caída de casi el 15%, pasó de ser el sexto país receptor de inversiones extranjeras directas a ser el segundo país de mayor IED. La IED es el factor más determinante de la productividad y el rápido crecimiento del gigante asiático. La recuperación de los flujos de inversión directa en la economía china en 2010 ya se hace evidente. En abril de 2010 la IED en China experimentó un crecimiento del 25% interanual. Por otra parte, es de esperar que la integración de China a la globalización económica, aumente significativamente en los próximos años las transacciones de capital transfronterizas desde y hacia China (Okazaki y Fukumoto, 2011).

Un elemento a considerar con atención se refiere a la alta dependencia que tiene el gigante asiático del comercio global y de los flujos de inversión. En 2007, China desplazó a los Estados Unidos como el segundo exportador de mercancías después de la Unión Europea y en 2009 alcanzó a ser el primer exportador mundial desplazando a Alemania. Las exportaciones netas de China contribuyeron de hecho en un tercio del PBI global en 2007 y a una cifra similar en 2008. A su vez, el sector de comercio exterior en China emplea unas 80 millones de personas, de los cuales 28 millones trabajan en empresas de inversión extranjera. Si bien la continuidad del crecimiento de China a través de la demanda externa resulta insostenible (Guo y N'Diaye, 2009), existen grandes dudas por parte del gobierno del gigante asiático a la hora de implementar medidas para su crecimiento externo por mayor crecimiento interno, ya que ello implica riesgos para la economía china y para la estabilidad social y política del país (Rodrik, 2009).

En cuanto a la estrategia general, China viene aplicando según los analistas, una “estrategia calculativa”, que resulta de un abordaje no ideológico de la política internacional focalizado en el crecimiento económico liderado por el mercado y el mantenimiento de relaciones internacionales amigables con todos los estados (Wallerstein, 2004), especialmente con los mayores poderes; esto explica la restricción deliberada en lo que respecta al uso de la fuerza, ya sea hacia la periferia como contra poderes distantes, combinado con un esfuerzo de modernización y mejora incremental de las capacidades militares. Finalmente implica un involucramiento expandido en la política interestatal regional e internacional, así como en varios foros internacionales y multilaterales, con un énfasis, a través de esas interacciones, en la búsqueda de ganancias asimétricas (Nayyar, 2008; Chan, Lee-Pak y Chan, 2008). En los últimos años, China ha aumentado considerablemente la profundidad y amplitud de su participación a nivel de la gobernanza mundial. De este modo, China de-

muestra su preferencia por un enfoque multilateral para participar en asuntos internacionales y tomar parte activa en los foros internacionales que involucran distintas organizaciones intergubernamentales (OIG) y las organizaciones internacionales no gubernamentales (ONG). Este comportamiento es parte de su estrategia política de adaptación para aprovechar los beneficios materiales de la globalización económica y lograr una cobertura contra la gobernanza global dominado por Estados Unidos de una manera no contenida. Así, mientras desarrolla un trato cordial con EEUU, China trabaja sin cesar para construir una estructura multilateral o un sistema multipolar en el mundo con el fin de controlar y equilibrar las medidas unilaterales adoptadas por los Estados Unidos (Chan, Lee-Pak y Chan, 2008).

El éxito parcial de la estrategia calculativa ha consistido en su capacidad para facilitar el ascenso chino sin provocar respuestas reactivas por parte de poderes internacionales. Si bien hay quien presagia la emergencia potencial de una China menos cooperativa y más asertiva, el camino actual es colaborativo (Chan, Lee-Pak y Chan, 2008). Por el momento, es probable que China utilice una combinación de ambas estrategias: contribuir a suavizar la caída de la actividad en los Estados Unidos a través de compras de stocks y seguros, aumentando las ganancias relativas de poder vis-a-vis la potencia anglosajona, sin descuidar la activación inducida del mercado doméstico para favorecer su desarrollo y la estabilidad política del régimen. Por eso, puede decirse que la crisis sorprende a China con una estrategia de generar seguridad entre el resto de los países en relación al respeto del orden económico y político mundial.

Más allá de que aún se contempla la continuidad de la hegemonía mundial estadounidense, si China llegara a ocupar una posición hegemónica mundial dado el declive de la hegemonía americana, ello podría suponer un profundo cambio en las relaciones geopolíticas globales, más allá que no se descarta la posibilidad que China siga la pauta capitalista estadounidense (Arrigui, 2007).

Por su parte, Japón es quizás la relación bilateral más importante de los Estados Unidos, esto y su capacidad productiva lo explican como un jugador estratégico. De todos modos, hay que considerar que, igual que Gran Bretaña en Europa, Japón prefiere no comprometerse en la geopolítica de Asia. De este modo, evita la hostilidad que su independencia política activa provocaría en el resto de los estados asiáticos. Este autocontrol, es esencial para la política de seguridad de Washington y su influencia en Lejano Oriente. India se muestra como un actor estratégico en la medida en que está completando el proceso de transformación en potencia regional. Su rivalidad con China, en torno a la identidad de Asia, permite a Estados Unidos generar equilibrio en ese continente.

### **El viejo continente: el activismo de Rusia y la debilidad de Europa**

#### ***Rusia***

Rusia sigue ocupando un lugar vital en la cartografía internacional. En lo

económico, hasta el 2008 Rusia disfrutó diez años de crecimiento sostenido con tasas promedio del 6,8%. Si bien la crisis llevó a la economía a una fuerte caída en 2009, del 7,9%, lo temporal del impacto negativo se refleja en la recuperación observada en 2010, en donde el PBI alcanzó una expansión del 4% con un crecimiento esperado del 4,3% en 2011 y una continuidad de la expansión del producto superior al 4% en los próximos cinco años (FMI, WEO, 2010). La interesante expansión económica observada en la última década, le ha permitido a Rusia acumular reservas internacionales por unos US\$ 461 billones (tercer país en reservas internacionales a nivel internacional).

Más allá de estos números imponentes, la economía rusa aún enfrenta problemas acuciantes. Fundamentalmente, el sistema bancario ruso sigue siendo pequeño, débil e inestable. A fines de 2009, el sistema bancario ruso tenía el 12% de su cartera de préstamos, vencida, mientras que se estima que el 20% de la cartera crediticia del sistema es problemática (Moody's, 2010). Para la Asociación de Bancos Rusos, el sistema bancario necesitará hacer reservas de entre US\$ 41 billones y US\$ 100 billones, para cubrir las pérdidas de los incobrables, lo cual deja en evidencia la precaria situación que atraviesa y que puede agravarse por incidencia de la crisis en Europa.

Por otro lado, para comprender la estructura productiva, debe decirse que la misma es altamente dependiente de sus recursos naturales, fundamentalmente el petróleo, el gas natural, los metales y de la madera. Todos estos recursos juntos suman el 80% de las exportaciones y el 30% de los recursos fiscales, lo que deja al país altamente vulnerable al precio internacional de las commodities. De hecho, Rusia es el productor y exportador de minerales, oro y combustible más importante del mundo. Otro sector primario que merece ser mencionado, es el de la pesca. Rusia es la cuarta potencia pesquera del mundo, detrás de Japón, los Estados Unidos y China. La alta dependencia de la estructura productiva de Rusia a los recursos naturales, combinada con el boom crediticio que experimentara el país en la pre crisis, estimulado por la apreciación de su tipo de cambio, explican en gran parte, la magnitud del impacto de la crisis sobre una economía que tiene menos vulnerabilidades externas y pasivos financieros externos que otras economías emergentes (FMI, 2010).

Concomitantemente, el sector manufacturero ruso carece de la modernización necesaria para hacer frente en forma exitosa las condiciones de competencia. Rusia es sin dudas uno de los estados más industrializados de las ex repúblicas soviéticas. Sin embargo, la falta de inversión y la ineficiencia crónica son las notas más dominantes del sector. El subsector más dinámico es el de maquinaria y la industria de defensa, ambos tienen problemas para competir en los mercados de precio alto. Es por las debilidades de la economía rusa que, a criterio de Roubini (2009), el país no debería ser considerado al nivel del resto de los BRICs.

Desde el punto de vista de la geopolítica, más allá de las vacilaciones que creó el desplome de la Unión Soviética, la elección de Putin en 1999 permi-

tió un período de estabilidad política y económica necesaria para definir una nueva estrategia que se continúa bajo la presidencia de Medvédev. Luego de esas vacilaciones el país volvió a definir su posición de acuerdo a sus propios intereses nacionales, intereses que deben ser definidos sin la intervención de Occidente, y que deben ser perseguidos en forma asertiva; en el mismo plano, si bien Rusia entiende que no es más una superpotencia, esto es así para todo menos para la cuestión de capacidades nucleares.

Por eso se opone decididamente a delegar en los Estados Unidos un rol especial en carácter de superpotencia internacional, por lo mismo y porque Rusia es un territorio difícil de defender geográficamente (por la falta de océanos, cadenas montañosas, y ríos que la rodean), Moscú persigue una política de consolidar la esfera de influencia de la antigua Unión Soviética; por esa razón aun, procurará un activismo participativo en la agenda internacional, fomentando una relación cordial con los poderes europeos y con los Estados Unidos, pero en los propios términos rusos, y no sobre categorías occidentales.

En ese contexto, Rusia sabe que su fortaleza radica no sólo en ser un jugador clave en la geopolítica energética internacional, sino también en conservar un destacado rol militar. En efecto, Rusia tiene las mayores existencias de armas nucleares en el mundo, la segunda flota de submarinos con misiles balísticos, y es el único país, además de los Estados Unidos, con fuerzas de bombardeo estratégico moderno.

En términos de las consecuencias geopolíticas de la crisis económica en Rusia, cabe esperar un debilitamiento de la política revisionista de Putin, que le daría a Estados Unidos y sus aliados occidentales mayor poder de negociación para definir la geopolítica de la región. Por el contrario, en las actuales condiciones, suponiendo estabilidad en los precios de los combustibles, con Europa occidental dependiendo del petróleo y gas ruso, y Estados Unidos de la colaboración rusa para lograr efectividad en su negociación-sanción al régimen iraní, Rusia ha logrado grados importantes de autonomía como para comenzar un proceso de redefinición de la política regional.

En conclusión, Rusia está contribuyendo a la transición hacia el “multilateralismo condicionado”. La crisis puede moderar su nuevo poder de negociación, pero la tendencia es clara.

### **La Unión Europea**

La Unión Europea es sin dudas una potencia económica. Con 27 estados, 500 millones de ciudadanos, genera casi el 30% PBI nominal del planeta (US\$ 16,4 trillones en 2009), lo que la hace la economía más grande del mundo en términos nominales y el segundo bloque comercial en términos de PBI. Es el mayor exportador de bienes, el segundo mayor importador, y contiene 170 de las 500 compañías más importantes del mundo. Adicionalmente, 16 de los estados de la Unión comparten una sola moneda, conformando la zona del euro.

Sin embargo, la situación al interior del bloque es extremadamente heterogénea. Francia y Alemania son los jugadores dinámicos de Europa Occidental. Ambos comparten el objetivo de una Europa unida, aunque difieren en el cómo y en el nivel de vinculación de esa Europa con los Estados Unidos. Francia abraza una idea de Europa que difiere de los Estados Unidos, y por lo tanto, está dispuesta a utilizar maniobras tácticas destinadas a contraponer a Rusia contra Estados Unidos, y a Alemania contra Gran Bretaña. Ahora bien, estas maniobras deben darse en el marco de la alianza con Alemania, situación más que necesaria para compensar la debilidad relativa de Francia con respecto a Alemania, ésta es el motor económico de Europa y la líder emergente de la Unión Europea. En este contexto, la crisis que está viviendo por estos momentos, varios de los países europeos (conocidos bajo la denominación de PIIGS), puede alterar los objetivos que sobre Europa, tienen tanto Francia como Alemania.

Por el contrario, Gran Bretaña ha perdido su visión sobre Europa y su declive le impide intervenir en los balances del viejo continente, pero es siempre influyente, incluso debido a la relación especial con los Estados Unidos (alianza anglosajona). Finalmente están Grecia, España e Italia con sus problemas y países típicamente en desarrollo como Hungría.

Lo planteado va en línea con la idea de Petras (2008) de que Europa se diferencia de la estrategia colonial estadounidense a través de una estrategia diplomática de comercio-inversión-mercado. A diferencia de EEUU, que tiende a la acción unilateral y la monopolización del poder y del saqueo imperial, Europa propone un estilo de imperialismo multilateral, consultivo y de cooperación

Pero el problema actual es que la Unión Europea ha crecido sin dudas hasta el punto de constituirse una entidad económica poderosa, aunque al precio de haber perdido su capacidad para actuar unitariamente en materia tanto económica (y monetaria) como geopolítica. Esta situación se hace más evidente en estos momentos de crisis de deuda en varios de sus países, en donde no se observa una respuesta como bloque satisfactoria para resolver positivamente la situación. Es que Europa no ha logrado acercarse a la capacidad tecnológica ni a la productividad americana y la crisis la obliga a desarrollar en lo inmediato, reformas profundas que mejoren su competitividad. En relación al euro, por estos momentos se debate su supervivencia que está sujeta al compromiso de los países líderes del bloque en su sostenimiento a través del apoyo de las economías en dificultades (Roubini, 2010).

Sobre la continuidad del bloque del euro como tal, más allá de lo conveniente que podría resultar la salida del mismo de algunas pequeñas economías en problemas, tanto para ellas mismas como para el mismo fortalecimiento de la eurozona (Feldstein, 2010), existe un pensamiento generalizado acerca que ello no se producirá a causa de las grandes dificultades técnicas de la reintroducción de una moneda nacional para aquellos países que desean

salir de la eurozona, así como también, plantea sus serias dudas acerca de la mejora económica que pueda generarle a un país el salir de la eurozona (Eichengreen, 2008)

Tal vez los problemas de competitividad y sus desequilibrios internos explican porqué ha sido la región más afectada por la crisis. En realidad, Europa necesita de reformas profundas y tiempo para poder implementarlas y que produzcan el efecto buscado. En este sentido se orientan las propuestas de reformas estructurales tanto en los mercados de bienes y de trabajo como en la estructura impositiva de las economías europeas (OECD, 2009). Esta situación general ha puesto en el centro de la agenda europea el debate sobre la eficacia de la Unión Europea, así como las consecuencias negativas generadas por las supuestas rigideces del mercado laboral en el viejo continente.

Por lo tanto, las dos crisis –la financiera y en su momento la crisis de Georgia- revelan que el poder ha tendido a re-localizarse nuevamente en la esfera individual de los estados nacionales. No es Bruselas, es París, Londres, Berlín, Roma y otras capitales dónde se están diseñando las respuestas al nuevo escenario económico internacional. El punto es interesante ya que Europa fue la zona que más invirtió en multilateralismo.

### **América Latina con estrategias más autónomas**

En lo que se refiere a nuestro continente, la supremacía indiscutida de los Estados Unidos en América Latina, sumada a la situación de contigüidad geográfica, hace que México desempeñe un papel importante; Brasil puede considerarse el otro actor clave, para algunos, sólo en ámbitos sub-regionales y sobre la base de respetar -mucho más que India- el corazón fundamental de la estrategia norteamericana<sup>1</sup>. En cualquier caso, América Latina no es por el momento una región con capacidad para producir impactos geopolíticos importantes. Por lo tanto, Brasil y México no serán considerados en este trabajo jugadores estratégicos. En el caso concreto de Brasil y el Mercosur, algunos analistas internacionales han comenzado a sugerir una importancia mayor (Moreira Cunha et.al., 2010). En este sentido, se debe reconocer que en los últimos años, en Brasil ha habido cambios marcados tanto en su papel regional y como en su papel como actor global (De Almeida, 2007). Por otra parte, se sugiere que, de darse un ascenso definitivo de China como potencia, se abriría una nueva situación en Sudamérica. Esto ha sido muy discutido, sobre todo porque la política china hacia la región ha sido extremadamente prudente del orden norteamericano.

Para entender esta dinámica debe tenerse en cuenta que desde el fin de la guerra fría, América Latina se ha visto sucesivamente zonificada. Cada zona define un nivel de prioridad y de interés por parte del poder dominante, los Estados Unidos.

<sup>1</sup> Ver Peter Hakim, *Rising Brazil: The Choices Ahead*, Inter-American Dialogue, 2010.



Es que Estados Unidos ha extendido su poder en la subregión de América Latina que abarca México, América Central, el Caribe y el norte de América del Sur, con las excepciones de Cuba y Venezuela. En este último caso, el gobierno de Hugo Chávez ha despertado un mayor interés y atención por parte de Washington que no se tradujo en extensión efectiva de poder. Esta subregión es lo que se ha conceptualizado como América del Norte extendida, es la máxima prioridad económica, política y de seguridad de los Estados Unidos. La extensión hacia el sur de la América Latina del Norte puede leerse también desde una perspectiva de seguridad metropolitana como el alargamiento de América del Norte y el consiguiente intento de achicar a América Latina dejándola circunscripta a América del Sur sin Colombia, y quizás sin Venezuela.

En el resto de América Latina, Estados Unidos se ha mostrado más dispuesto a delegar o compartir con algunos países de la sub-región la administración de crisis eventuales y de problemas específicos que se inscriben en su agenda de seguridad. A diferencia de lo sucedido a lo largo del siglo XX, y en particular durante la Guerra Fría, esta delegación se ve facilitada por el hecho de que Estados Unidos no tiene en América Latina rivales extra-regionales de peso en condiciones de competir, por lo que sigue considerando su área de influencia natural; al mismo tiempo, las turbulencias en esta subregión son una amenaza menos directa a los intereses de seguridad del centro; y además la emergencia de Brasil como potencia regional en América del Sur posibilita a Estados Unidos actuar y proyectarse en términos de asociación o delegación. Las elites de esta sub-región combinan distintas y variadas dosis de acomodamiento y oposición a Washington. Es interés del gobierno de Obama, lograr que Brasil juegue un papel de liderazgo regional que apoye los objetivos estadounidenses, y enfrentando la creciente violencia en la frontera con México. El problema de Brasil es que aún no muestra una clara estrategia respecto a cuál debe ser su papel internacional ni de la forma en que ha de tratar con Estados Unidos. Ello plantea el obstáculo más significativo a la formulación de una respuesta latinoamericana a su oportunidad colectiva de autonomía y de creación de reglas en la comunidad internacional (Tulchin, 2010).

América Latina debe ser pro-activa para ocupar un lugar constructivo en la agenda de Estados Unidos (al igual que en la agenda de otros poderes emergentes), al menos en los temas que le importan y sin esperar demasiado. Brasil podría jugar un rol especial en este sentido. En caso, contrario, debe elegir otro tipo de alianzas.

En relación a ello, de las potencias con capacidades estratégicas en competencia con los Estados Unidos, China ha desarrollado claramente una estrategia hacia América Latina. Ésta se basa en el hecho de que las condiciones de desarrollo político-económico de China y América Latina son similares, lo que determina a sus vez, agendas públicas compartidas. Al mismo tiempo, se trata de economías complementarias con una pauta de relacionamiento sur-sur; por otro lado, no existen conflictos históricos que dificulten el acercamiento y ambas partes valoran la diversificación en la economía internacional y

en las relaciones políticas, oponiéndose en términos generales al hegemonismo.

Con esta caracterización, China enfoca su esfuerzo en desanudar las situaciones problemáticas: fundamentalmente la competencia industrial, las trabas que genera la integración latinoamericana con Estados Unidos; la escasez de relaciones y contactos culturales entre la civilización china y América Latina, etc.

Por su parte, en América latina, como en otras áreas del mundo, se fluctúa entre considerar a China una “oportunidad” o una “amenaza”. A pesar de ser China una economía que actualmente es complementaria de la economía de América Latina, su estrategia de desarrollo se enfoca a continuar ampliando su estructura productiva, por lo que en un futuro no muy lejano, no será de extrañar que el gigante asiático se transforme en una peligrosa competencia para la región. China como competidor debe ser una preocupación permanente, por la estructura salarial baja, la tecnología existente, la productividad, las ventajas relacionadas con la escala de la economía, y el papel activo del Estado. De hecho, en Latinoamérica, ya se está observando un fenómeno de primarización de las exportaciones a causa de la competencia china, fenómeno que podría profundizarse en los próximos años si no los gobiernos de la región no toman las medidas necesarias para revertir este comportamiento (Álvarez y Claro 2008; Lehmann, 2010)

Por eso es que Brasil sigue con una estrategia de diversificación de sus relaciones internacionales. En ese contexto, China aparece como un socio fundamental que además le sirva de contrapeso en su relación con los EEUU, pero no logra el status de exclusivo. Brasil exige que China (quien mantiene como se mencionara, una actitud de extrema prudencia para con la región), asuma que para el fortalecimiento de la región y de sus vínculos con ella, la demanda de commodities no es suficiente, por lo que debe generar una demanda de mayor valor agregado que contribuya a consolidar la relación con los países latinoamericanos. Este compromiso que se le solicita a China choca con su estrategia comercial y económica de proveerse básicamente de insumos con bajo valor agregado para incorporar valor dentro de su economía y así poder sostener su crecimiento económico.

Argentina ha construido una estrategia similar, de autonomía respecto a los organismos internacionales y de apertura de alianzas, incluso con países estigmatizados (como Venezuela). De todos modos, la relación geopolítica y comercial de Argentina con EEUU, condicionada por el escaso interés de este último, es equilibrada. En lo referente a la relación con Brasil, Argentina busca sostener el acuerdo asociativo y formar parte de un poder regional en las negociaciones internacionales, pero los problemas comerciales del MERCOSUR y la unilateralidad de Brasil en los acuerdos comerciales, limitan estas chances. El comercio bilateral con monedas locales ha sido un avance, pero los logros de la integración son aun limitados.

Con China, Argentina busca un acercamiento aunque con reparos. Argentina ve en China un socio comercial estratégico pero peligroso, justamente por-

que China considera a la Argentina como una buena proveedora de commodities agrícolas, al menos por el momento (situación que ha comenzado a dar señales de cambio a partir de la apertura de China a proveerse de países alternativos). No está en la idea de China, que desde Argentina se provea de bienes con un mayor valor agregado. Por momentos se observa claramente la soledad del subcontinente en el reparto mundial de alianzas.

Del análisis precedente, queda en evidencia que el sistema internacional se encuentra atravesando una etapa de redefinición en donde si bien los Estados Unidos continúan conservando el poder hegemónico, lo hace en un contexto de redistribución de poder internacional, aunque aún resulte prematuro hablar de multipolarismo. Este contexto al ser de transición, se encuentra envuelto de una gran incertidumbre en varios frentes como lo es la continuidad de la relación entre China y EEUU, o la evolución de la situación económica en Europa, por mencionar solamente dos focos de incertidumbre. Latinoamérica específicamente, inicia un camino de mayor autonomía política y económica

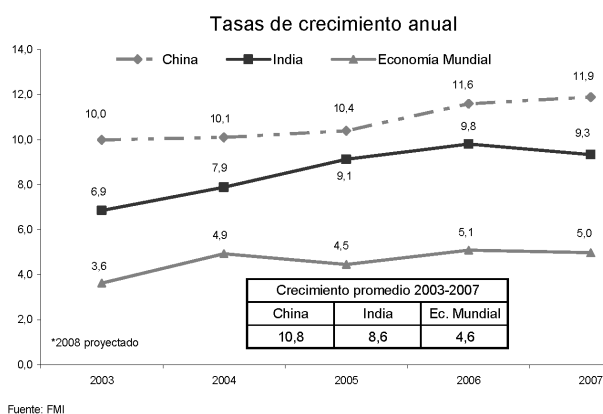
## Capítulo 2

### La antesala de la crisis. El Período 2003-2007.

En este capítulo se analiza la evolución de la economía mundial en los años previos al estallido de la crisis. Para una mejor comprensión de la etapa actual de la crisis y cómo es que se ha llegado a este, el análisis separa en una primera parte, el análisis del contexto pre crisis.

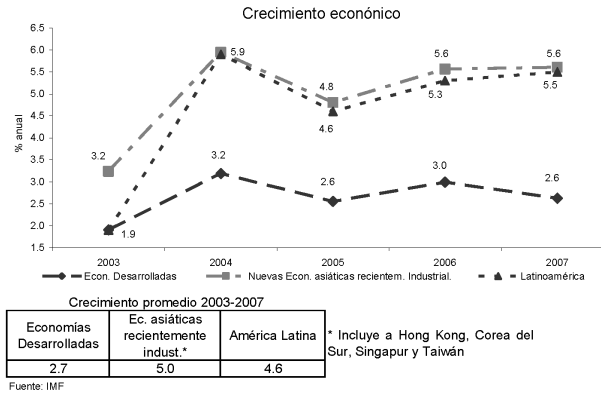
#### *a) El crecimiento de la economía mundial y el nivel de actividad de las economías emergentes asiáticas:*

Como se plantea en la hipótesis central de este trabajo en el escenario pre crisis, las tasas de crecimiento estuvieron por encima del producto potencial, como resultado del alza del precio internacional de las materias primas. Por otra parte, el crecimiento de las economías asiáticas, apoyado en gran medida en el sector externo, así como el crecimiento de las otras economías basadas en recursos naturales, el esquema genera gran vulnerabilidad financiera (Brunnermeier, 2009). Dado que los desequilibrios que se observan en la economía global, involucran a varios países, aparece como necesaria la alternativa de coordinación de políticas económicas.



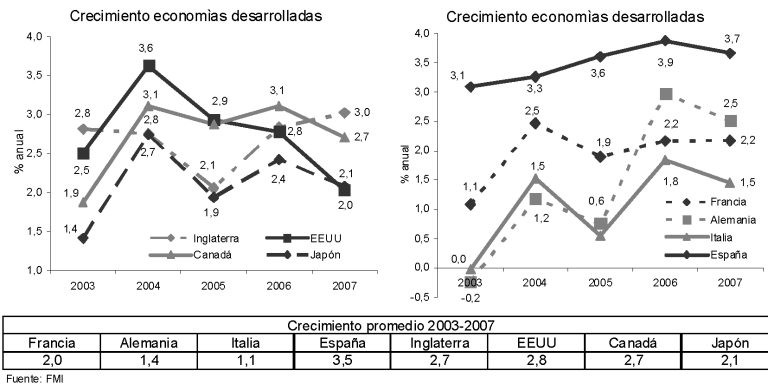
China presentó un 10,8% de crecimiento promedio en el período 2003-2007, y la India con un 8,6% promedio para el mismo período.

Mientras las economías desarrolladas han promediado un crecimiento durante el período del 2,7%, las economías asiáticas recientemente industrializadas promediaron un 5,0%. Una muy buena performance han observado también las economías latinoamericanas que luego de varias décadas, pudieron redondear un quinquenio con un crecimiento promedio anual del 4,6%.

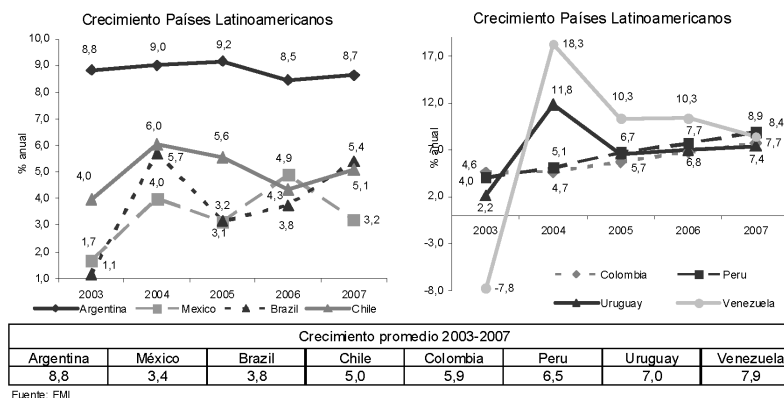


Dentro del grupo de economías desarrolladas, España ha logrado en este período, mantener un crecimiento promedio anual del 3,5%. Italia y Alemania observan volatilidad en su tasa de crecimiento durante el período y han sido dentro de las economías desarrolladas de mayor importancia, las que menor crecimiento lograron en el quinquenio bajo análisis (1,1% y 1,4%, respectivamente).

Dentro del grupo de las economías latinoamericanas, Argentina se ha destacado con un crecimiento promedio del 8,8%, debido a la implementación de un modelo que le ha permitido aprovechar el contexto internacional favorable y salir fortalecido del momento más duro de la crisis. Mientras, Brasil y México mostraban un promedio que rondaba los 3,5 puntos y Chile un 5%.



Venezuela con un 7,9%, es otra de las economías de observan una muy buena tasa de crecimiento al igual que Uruguay (con un crecimiento promedio del 7%), en este período pre crisis.



Por lo visto, el período 2003-2007 ha sido más que positivo para la economía mundial en lo referente al crecimiento económico. Sin embargo, y como queda evidenciado en la presente crisis, en este período se han acumulado grandes desequilibrios que han ido disparando los distintos episodios de tensión, iniciados en el mercado de hipotecas subprime.

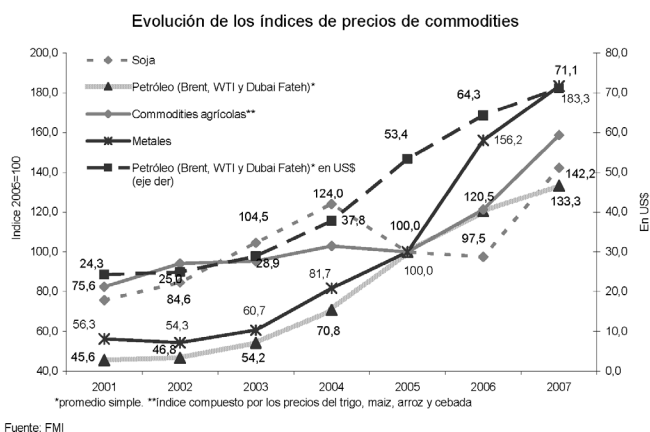
El contexto global de alta liquidez que permitió la generación de burbujas en los precios de los activos financieros y en el sector inmobiliario en varias economías desarrolladas, se extendió más de lo debido, y ello, conjuntamente con los graves problemas regulatorios de los sistemas financieros, explican los riesgos excesivos que han llevado al colapso al sistema financiero internacional.

**b) Los altos precios de los commodities y sus efectos**

Los altos precios de los commodities, sobre todo en su componente especulativo, derivan en un aumento de los patrimonios privados y públicos que desaparecen cuando los precios se vuelven realistas. A su vez mientras están en la etapa ascendente del ciclo, generan presiones inflacionarias complejas al interior de cada economía.

Por otra parte, para los países oferentes de dichos commodities, el elevado precio de los mismos, deriva en un impulso ascendente del resultado de balanza comercial con un consecuente exceso de oferta de divisas en el mercado cambiario. Esta situación, si bien tiene su lógico punto de vista positivo, también tiene un aspecto negativo a considerar ya que presiona a la apreciación cambiaria, tanto nominalmente (por la mayor oferta de divisas) como por medio de la aceleración de la inflación derivada del aumento en el precio de los alimentos, que afecta negativamente la competitividad del resto de los sectores productores de bienes transables. Se puede ir generando una especialización no deseada.

Desde el 2002, los precios de los commodities han experimentado una muy buena dinámica, producto del crecimiento que ha tenido la economía mundial y al desarrollo observado en las economías emergentes, lo cual ha impulsado la demanda.



Así se observó una mejora sustancial en el precio del cobre para Chile, en commodities mineros en Perú, en el petróleo para Venezuela y México y en commodities agrícolas en Argentina y Brasil.

En el caso del petróleo, los conflictos bélicos de los EE.UU. en el Medio Oriente sumado al bajo crecimiento de las reservas mundiales de petróleo, explicaron el gran crecimiento del precio del mismo en el último tiempo del período analizado.

En relación a los commodities agrícolas, a la demanda por alimentos, producto del crecimiento económico y de la mejora en las condiciones socioeconómicas de la población de los países en desarrollo, se debe agregar la demanda para la producción de biocombustibles como combustible alternativo ante el fuerte incremento en el precio del petróleo.

En todos los casos debemos considerar también un elemento especulativo presente en la evolución de dichos precios, que los lleva por encima de los niveles acordes a sus fundamentales.

### ***c) La debilidad del dólar y las cuentas corrientes***

La debilidad del dólar, al mejorar la competitividad de la economía estadounidense, debería de haber contribuido a reducir el déficit de balanza comercial de los EE.UU. Sin embargo, cuando el origen del desequilibrio de cuenta corriente tiene como eje al frente fiscal (en lo que se conoce como déficit gemelo), ello va conformando una dinámica difícil de detener, ya que el mayor gasto público genera también un aumento en el consumo privado según lo observado empíricamente por Bartolini et al (2006). Naturalmente, los aumentos genuinos de eficiencia en el sector público y de productividad en el sector privado, resuelven el problema; si estos efectos no se producen, la debilidad de la economía real aumenta y la moneda tiende a debilitarse aun más.

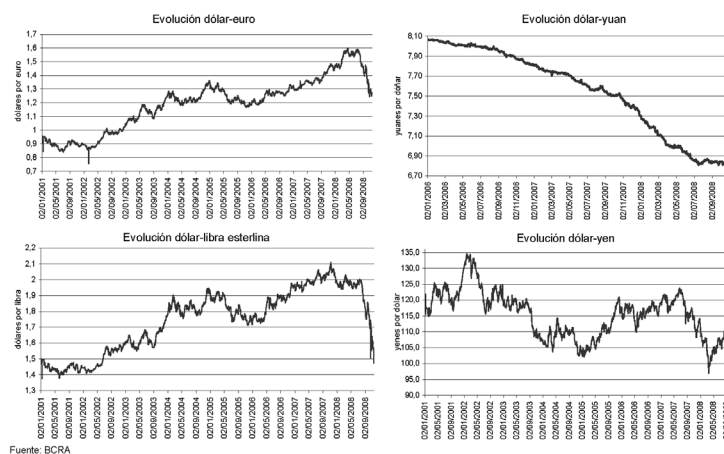
Si bien la depreciación cambiaria del dólar en este período no ha logrado redu-

cir el déficit de cuenta corriente estadounidense, sí ha tenido otras consecuencias negativas para la estabilidad de la economía global. Un efecto que ha tenido y ha contribuido a la generación de una burbuja en el precio de los commodities, es el hecho de que el debilitamiento de la divisa referente mundial sobre la que se determinan las cotizaciones internacionales de los commodities, se traduce en un mayor precio de éstos, medidos en dicha moneda. Esta situación estimula la acción de los especuladores que apuestan al alza de las materias primas.

Justamente, en este período se observa la devaluación del dólar respecto al euro, la libra esterlina, el yen y el yuan (lo observado en la moneda china corresponde desde 2006, aunque su apreciación fue limitada por la acción del gobierno chino). También en este período se produce un aumento del flujo de bienes de China a EEUU y de capitales de China a los EEUU.

Durante el período previo a la crisis, coincidente con el ciclo descendente de tasas llevado adelante por la FED desde el 2001, el dólar fue perdiendo gradualmente valor frente a las principales divisas mundiales. A mediados de 2003, el dólar logró estabilizarse respecto del yen, el yuan y la libra pero no frente al euro, ante el que continuó su caída. Pero luego de este período de estabilización de su valor, el dólar continuó debilitándose.

Por otra parte, pese a las fuertes presiones que recibía la moneda china, el yuan se había mantenido con poca variación frente al dólar. Recién en el 2006, la moneda china comenzó a apreciarse frente a la moneda estadounidense, aunque dicha apreciación resultó limitada. Esta relación cambiaria ha profundizado el desbalance que existía en la balanza comercial bilateral entre EEUU y China, agravando los problemas de cuentas externas de la economía estadounidense.



En este sentido, en lo referente a la evolución de la balanza comercial de bienes, se observa el déficit creciente con China, el cual se triplicó desde el año 2000. Es claramente el componente central del déficit en la balanza de pagos americana. La excesiva acumulación de reservas internacionales por parte de China deriva en un elemento de inestabilidad ya que sus decisiones acerca de la composición de las mismas puede generar un impacto de significación en las divisas y acti-



vos internacionales. Este elemento podría jugar un papel fundamental en las negociaciones a nivel internacional, pero China ha sido muy responsable al respecto.

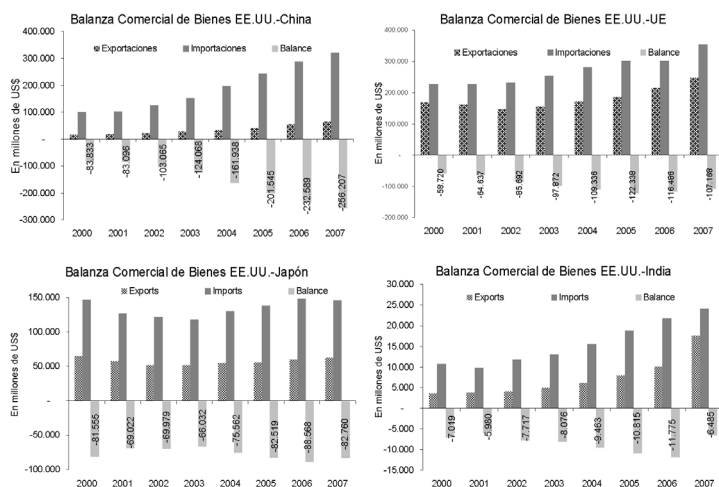
Por su parte, en la relación comercial de bienes entre los EEUU con la UE, se observa una reducción del déficit comercial en los últimos dos años, que puede ser producto de la fuerte apreciación del euro en relación al dólar norteamericano.

En el caso de Japón, uno de los principales socios comerciales de EEUU, la balanza comercial muestra un superávit a favor de Japón en el período bajo análisis, luego hay una reducción debido a la desaceleración en el crecimiento económico de los EEUU en desde 2007, son los factores que han incidido en la reducción del déficit. En el caso del yen, la tendencia en todo el período fue hacia un fortalecimiento de la moneda nipona frente al dólar, aunque con un período claro de reversión dados los problemas por los que estaba atravesando la economía japonesa que llevó al Banco de Japón a sostener la tasa de interés de referencia en niveles casi nulos.

La economía de Japón ha evidenciado un crecimiento del superávit de cuenta corriente, en el cual, los EEUU juega un rol clave ya que durante dicho período ha sido el principal destino de las exportaciones niponas.

Por último, la balanza de intercambio comercial de bienes entre los EEUU e India si bien es pequeña en relación al volumen comercial que EEUU mantiene con Japón, China y la UE, se muestra con dinamismo y ha servido para reducir la brecha comercial que posee EEUU. Desde 2000 el volumen de importaciones de bienes se ha multiplicado por 2,4, mientras que el volumen de exportaciones de bienes desde EEUU hacia India, se ha multiplicado por 5,4. La muy buena dinámica de las exportaciones hacia la India, permitió en los últimos dos años, alcanzar una reducción en el déficit comercial con dicho país del 45%.

Evolución de la balanza comercial entre EEUU y sus principales socios comerciales



fuente: U.S. Census Bureau

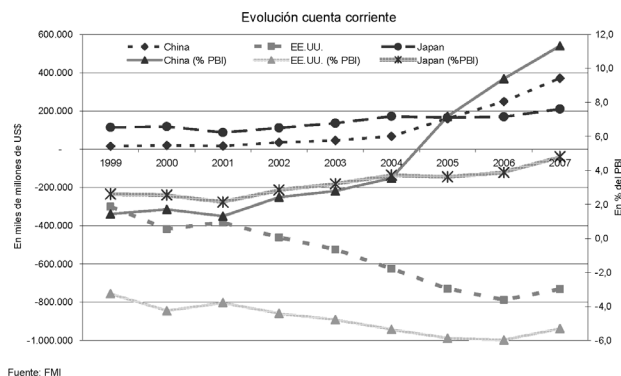
El peso relativo de EEUU como destino de las exportaciones de China y Japón (en menor medida India), generan una alta dependencia de la región asiática a la salud de la economía norteamericana lo cual podía generar un alto impacto negativo en una situación de crisis en caso de que estas economías no lograsen compensar la caída de la demanda externa con demanda doméstica.

**d) Países deficitarios y superavitarios.**

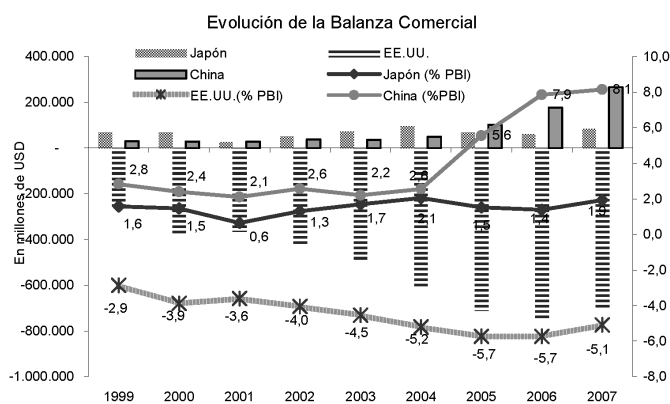
La existencia de desequilibrios de cuentas externas no representa en principio un factor de preocupación ya que puede estar vinculado a la necesidad temporal de las economías de desahorrar en momentos de estrechez o cuando surgen importantes oportunidades de inversión.

Sin embargo, la persistencia de los desequilibrios no puede considerarse como un elemento positivo, sobre todo si se debilita la confianza y la capacidad de endeudarse. Los mismos se originan en muchos países históricamente deficitarios –no es el caso de los EEUU- en los límites de su propio desarrollo y estos problemas son estructurales. Un escenario real para muchos países es el de una balanza comercial superavitaria en períodos de buenos precios internacionales de los recursos naturales, lo que genera una economía extremadamente dependiente del impulso externo y una tendencia a la apreciación de la moneda doméstica que perjudica a la industria. Al mismo tiempo, esos países –sobre todo en el último período- tienen flujos de capitales negativos (para financiar la cuenta corriente de otros, entre ellos los EEUU) pero no logran resolver sus problemas de deuda.

Si se analiza en estos términos la primera parte de la década, y hasta la crisis, las monedas fuertes fueron el euro, la libra y el yen, y las débiles el dólar y el yuan. En el caso del yuan, la debilidad de la moneda era producto de la resistencia del gobierno de China de permitir la apreciación nominal de la moneda ya que ello limitaría la dinámica de crecimiento de las exportaciones, componente del PBI que explica buena parte de su crecimiento. Antes de la crisis, sólo los EEUU eran deficitarios en cuenta corriente.



La importancia de la Balanza Comercial dentro del resultado de la Cuenta Corriente para estos tres países se evidencia en la similitudes de la dinámica que la primera ha seguido durante el mismo lapso en relación a la segunda.



Fuente: OCDE, FMI y Banco Mundial

Desde comienzos del nuevo milenio, se observa un deterioro gradual del resultado de la balanza comercial estadounidense, cuyo déficit ha llegado a sus niveles máximos en los años 2005 y 2006 mostrando una contracción en 2007 (también lo hace en términos absolutos).

Como contracara de lo que ocurre en las cuentas externas de los EEUU, China ha observado un fuerte crecimiento de su superávit comercial en los últimos años. Ello en buena medida se explica por el intercambio que el país oriental mantiene con los EEUU. Ya se ha dicho que esta estrategia responde a un cambio de políticas adoptado luego de las crisis de 1997 y 1998.

En el caso de Japón, se encuentra que la economía mantuvo un superávit comercial que promediaba el 1,5% del PBI nipón. Al igual que en el caso de China, los EEUU representan para Japón un socio comercial clave.

La política monetaria expansiva llevada adelante por la FED, no solamente impulsaba el crecimiento de la economía estadounidense, sino que también, explicaba el deterioro en su cuenta corriente y el impulso adicional al crecimiento de los principales socios comerciales de los EEUU. Este elemento es clave para entender cómo ha sido la incidencia de la crisis que impactara en la economía estadounidense, y que luego de su incidencia a través de los canales financieros, golpeará de una manera desigual a través del canal real.

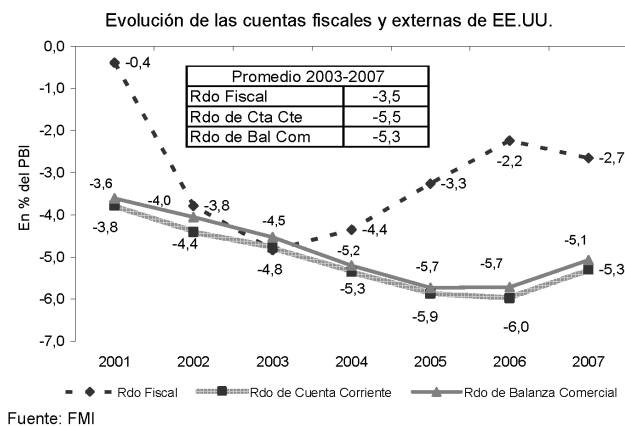
#### *e) El deterioro de los "Fundamentals" americanos*

La debilidad del dólar se explicaba no solamente por la política monetaria laxa, sino también por el deterioro observado en sus "Fundamentals" (principalmente, en sus cuentas fiscal y externa). En otras palabras, no solamente resulta ser el ciclo de recortes de tasas que ha llevado adelante la FED desde principios de 2001 el único factor que explica el debilitamiento del dólar en términos de las principales monedas. También el deterioro en sus cuentas fiscales y externas ha influido fuertemente.

El gráfico muestra la evolución del déficit fiscal y de cuenta corriente de la economía estadounidense desde el 2001, año en que comienza el ciclo descendente

de tasas, se ve que los mismos se mantienen en elevados niveles negativos. Así, para el período 2003-2007, el déficit fiscal promediaba el 3,5% y el déficit de cuenta corriente el 5,5% del PBI. Naturalmente, ambos déficits van de la mano con el endeudamiento y el debilitamiento del dólar. Esta lógica sólo podría ser sostenida por el lugar que juega el dólar en las reservas mundiales.

De todos modos, este debilitamiento progresivo observado en la divisa norteamericana hizo que la composición de las reservas internacionales de la gran mayoría de los países, se fuese modificando. Así, según datos del FMI, la parte en dólares de la reserva global, en moneda extranjera, bajó a un nivel récord de 63,8% durante el tercer trimestre de 2007, frente al 65% registrado en el segundo trimestre del año anterior. Mientras tanto, las reservas en euros se incrementaron de 25,5% al 26,4%, durante dicho período. Desde que en el segundo trimestre del 2001, cuando la participación del dólar en las reservas internacionales globales llegó a explicar el 73% de éstas, su participación ha ido reduciéndose de manera continúa reflejando su debilitamiento y las expectativas sobre sus perspectivas futuras.



La persistencia de los déficits gemelos muestran un deterioro en las perspectivas económicas de los EEUU (en los cuadros de crecimiento del inicio se puede ver que los EEUU habían pasado a ser la economía de menos crecimiento), y la necesidad de realizar ajustes futuros, lo cual se incorpora en las perspectivas de evolución de la moneda norteamericana. Es obvio que el deterioro en la cuenta corriente norteamericana ha sido consecuencia tanto de un comportamiento poco prudente de las familias que se han centrado en el consumo, como en la estrategia pública que no ha podido disciplinar sus desequilibrios por razones de política, por la presión del sector financiero y por seguir tendiendo consensos electorales (Aglietta y Berrebi, 2007).

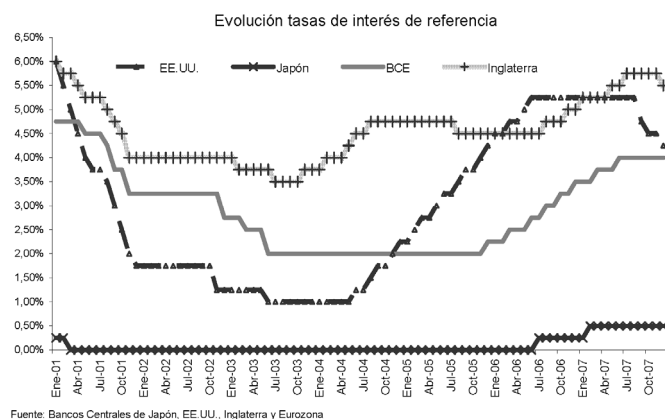
#### f) La evolución de la política monetaria de la FED en la etapa previa a la crisis

Para buena parte de los analistas, uno de los elementos fundamentales a la hora de explicar la magnitud que ha tomado la crisis financiera internacional, es la política monetaria laxa llevada adelante por la FED en la precrisis. En el año 2001

la economía de los EEUU estaba en peligro de entrar en recesión. En ese contexto, la FED dio inicio al proceso de recorte de tasas y, en el transcurso de un año, desde principios de 2001 hasta diciembre de dicho año, la autoridad monetaria estadounidense recortó su tasa de interés de referencia en 425 puntos básicos, pasando del 6% anual al 1,75%. El objetivo de asociado al incremento en la liquidez era generar liquidez en el mercado monetario para incentivar a la demanda interna a través de los diferentes canales de transmisión. Este fuerte recorte en las tasas de interés, según Aglietta y Berrebi (2007), se explica en el temor de la FED por la frágil situación de los balances de empresas, que la llevó a intentar un fuerte impulso en los gastos de los hogares para de este modo, evitar que la economía estadounidense sufra una recesión a la japonesa (recesión prolongada producto de la reducción en los gastos de inversión y personal por parte de las empresas para recomponer sus hojas de balance).

La tasa de interés de referencia que utiliza la Reserva Federal como instrumento de política monetaria es la tasa de descuento que aplica sobre los bancos comerciales y otras instituciones receptoras de depósitos sobre los préstamos que reciben de sus Bancos regionales de la Reserva Federal. El nivel de la tasa de referencia incide sobre el comportamiento del resto de las tasas de interés.

La política de recorte de tasas de la FED fue seguida por los principales bancos centrales: el BCE, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón, que también se veían afectados por la desaceleración de sus economías. Es por este motivo que la primera parte del período, se caracteriza por una abundante liquidez en el sistema financiero internacional producto de las bajas tasas de interés determinadas por parte de los principales Bancos Centrales del mundo. Durante un extenso período de tiempo, la FED mantuvo en niveles muy bajos sus tasas de interés de referencia.



La gran liquidez existente en los mercados financieros internacionales producto de las políticas monetarias llevadas adelante por los bancos centrales de las principales economías, además de impulsar el crecimiento de la economía mundial, y con ello también los precios de los commodities, incentivaron al desarrollo y crecimiento de nuevos activos financieros. El fuerte incremento de las presiones inflacionarias en los EE.UU. hicieron que a partir de junio de

2004 se comience con el ciclo ascendente de tasas, el cual se transformaría en el factor clave para el estallido de la burbuja en el mercado de hipotecas subprime.

La política monetaria de la FED durante el período pre crisis fue sin dudas más laxa de lo conveniente. Taylor (2007) demuestra que si se hubiese aplicado en dicho período una política monetaria más rigurosamente dirigida por una función de respuesta como la planteada por él mismo (conocida como la “Regla de Taylor”), la burbuja inmobiliaria, y el endeudamiento de los hogares, hubieran sido menos significativos y más limitados. A través del análisis de Taylor se puede evidenciar el rol que ha jugado la política monetaria de la FED en la magnitud que ha alcanzado la crisis. Esto, más allá de los múltiples factores que la explican.

#### ***g) La liquidez y los países emergentes***

La excesiva liquidez global, que fue consecuencia de las bajas tasas de interés, se transformó en un riesgo para la estabilidad de los mercados financieros en general y para las economías emergentes en particular.

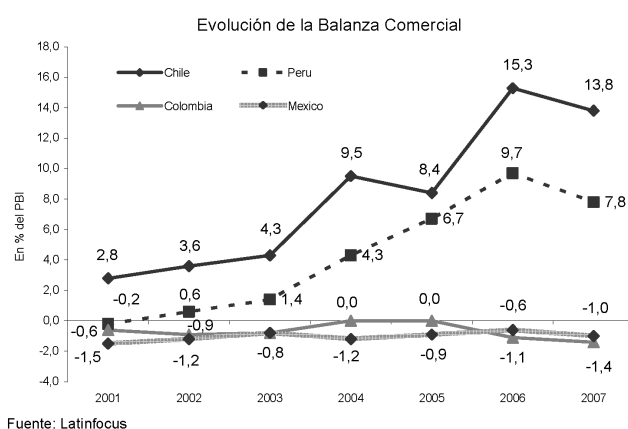
Es que, en primer lugar, la excesiva liquidez dio lugar a la generación de burbujas en los precios de los activos. Estas burbujas llegan a crecer hasta el punto en que se les hace muy complejo a los hacedores de política tomar la determinación de implementar medidas para su eliminación. Las burbujas en esos casos siguen creciendo hasta estallar y generar mayores costos que los que hubiese generado de haber sido detenida a tiempo.

La liquidez global está estrechamente vinculada a períodos de euforia en la economía mundial en donde los controles sobre los riesgos son más laxos y el apetito de los inversores lleva a la generación de nuevos instrumentos financieros riesgosos aunque con una tentadora rentabilidad.

Esta búsqueda por la rentabilidad por parte de los inversores, los hace llegar hasta las economías emergentes. Esto genera la posibilidad de los gobiernos de dichas economías de mejorar sus perfiles de deuda emitiendo nuevos títulos públicos a más largo plazo, aunque no siempre bajo mejores condiciones. Esta alternativa ha sido puesta en práctica por algunas economías latinoamericanas (como por ejemplo México y Colombia que han emitido bonos públicos a 30 años). Pero, por el contrario, si no se implementan las medidas preventivas adecuadas (como hizo la Argentina), estas economías se ven inundadas de divisas que estimulan los precios de sus activos (fundamentalmente financieros e hipotecarios); implicando serios riesgos y presionando sobre la apreciación cambiaria.

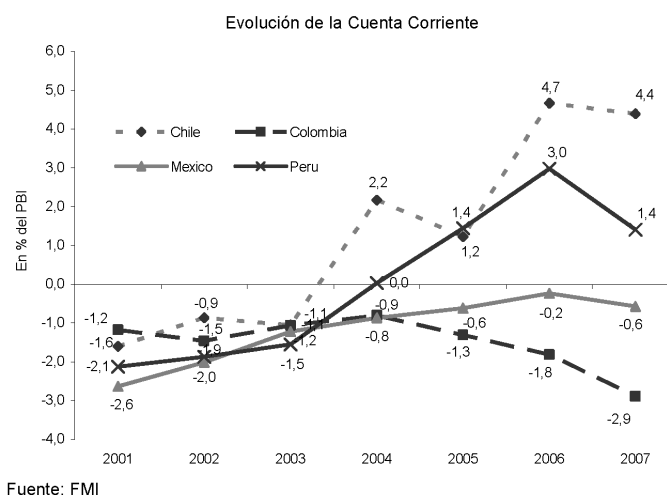
La liquidez en abundancia observada en la primera parte del período bajo análisis resultó beneficiosa para las economías emergentes a través de diferentes factores. Por una parte, el impacto de la liquidez mundial sobre el crecimiento y el precio de los commodities generaron una sensible mejora en las cuentas externas de varios de los países de la región. Como se observa en el gráfico inferior, las economías de Chile y Perú han observado una sensible mejora del saldo comercial en términos del PBI como consecuencia del

fuerte incremento de los precios de sus commodities de exportación. Por su parte, las economías de México y Colombia no lograron traducir el alza en los precios de exportación en mejoras en sus balances comerciales. En el caso de México, país exportador de petróleo, los problemas de la petrolera estatal Pemex han incidido en el volumen de producción de la misma. El único efecto positivo recibido por México en este período de bonanza se puede encontrar a través del canal comercial en su relación con los EEUU. En este sentido, el sector manufacturero mexicano se vio beneficiado por el fuerte crecimiento de la economía de los EEUU. Colombia por su parte, a pesar de contar con reservas potenciales estimadas de 20.000 millones de barriles de petróleo, no ha podido aprovechar plenamente este período positivo para la cotización del crudo dado que el sector se encontraba en una etapa incipiente de desarrollo de la actividad con licitaciones de áreas de exploración y con la privatización parcial de la petrolera estatal, Ecopetrol con el objeto de que alcance un mayor nivel de desarrollo y crecimiento.

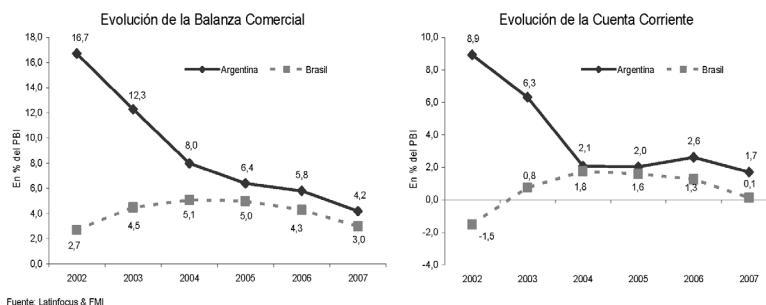


Si bien, producto de la alta liquidez global, se generó un mayor flujo de capitales hacia dichos países, los mismos no lo requirieron en la dimensión de la década anterior ya que se encontraban en una mejor situación fiscal y de cuenta corriente (Chandrasekhar, 2008). Por otra parte, la política americana y la necesidad de esa economía de captar capitales, condicionaron fuertemente la dirección de los flujos.

En el caso de Brasil y Argentina, ambas economías muestran que a lo largo del período bajo análisis, el superávit comercial comienza a fortalecerse y con ello desaparece el déficit de cuenta corriente. El resultado de las cuentas externas ayuda a consolidar la recuperación de ambas economías y representa un cambio positivo en función de la fortaleza macroeconómica. El crecimiento en el superávit encuentra un límite en el 2004 y a partir de entonces en el caso brasileño se reduce gradualmente, en parte, afectado por la fortaleza que había alcanzado el real.



En el caso de Argentina, el superávit comercial comienza a reducirse, a causa no solamente de una apreciación en el tipo de cambio real, sino también como consecuencia de un mayor nivel de absorción interna derivada de la mejora en la situación económica local.







## Capítulo 3

### La crisis y los cambios que generó

La crisis financiera internacional, iniciada en el mercado de hipotecas subprime en los EEUU y con derivaciones en otros sectores y países, ha impactado en la economía mundial en diferentes aspectos, que se desarrollan a continuación:

#### **a) La evolución del nivel de actividad: crisis, recesión y recuperación:**

El tipo de crisis que está enfrentando la economía global, originada en el sistema financiero, se caracteriza por su fuerte impacto en la economía real. El estallido de burbujas en los precios de los activos financieros implica grandes pérdidas de riqueza que obliga a los individuos a ajustar su flujo de consumo a su nueva situación. Las crisis financieras dañan directamente a la intermediación financiera que limita el consumo y la inversión. A su vez, el contexto de incertidumbre derivado de la crisis, pospone las decisiones de inversión deprimiendo aún más la demanda agregada y afectando al mercado laboral. Este círculo vicioso se retroalimenta pudiendo derivar en situaciones más graves aún, como las que se pueden desencadenar de efectos de segunda vuelta sobre el sistema financiero provocados por un deterioro en las carteras crediticias a causa de la menor capacidad financiera de familias y empresas.

Esto es lo que pudo observarse desde el tercer trimestre de 2008, en que la crisis, que se inició en el mercado de hipotecas subprime estadounidense se trasladó a la economía real, el PBI mundial cayó 2%. Si bien el mundo desarrollado ha sido el que recibió el mayor impacto de la crisis, algunas economías emergentes, ajenas al problema originado en los activos tóxicos, han experimentado caídas de su PBI mayores (como ha ocurrido con economías de América Central y Europa del Este que han registrado contracciones del PBI en 2009, en varios casos, superiores al 5%). Este impacto en la economía real de los países desarrollados se trasladó al mundo emergente principalmente a través de un menor volumen de comercio global, de la caída en el precio de las materias primas, y de la salida de capitales.

En el caso de las economías emergentes la caída en el producto por un menor nivel de comercio global fue compensada parcialmente con un mayor estímulo de la de-

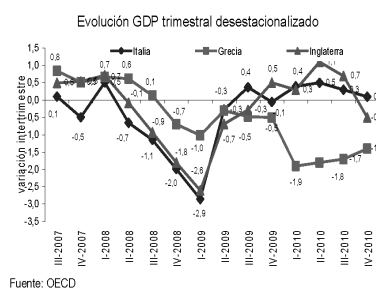
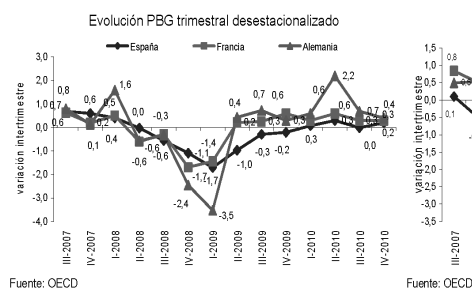
manda interna. Ello permitió que por ejemplo China alcanzara una expansión del PBI del 8,7% en 2009. El estancamiento de la demanda de commodities, producida durante fines de 2008 y gran parte de 2009, se vio reflejado claramente en la fuerte caída de sus cotizaciones, caída que resultó ser aún mayor al desaparecer la acción de los especuladores que apostaron al alza de precios, incluso hasta bien entrada la crisis.

Considerando la evolución del PBI de las economías desarrolladas, en la gráfica inferior de la izquierda se observan las tasas de crecimiento trimestral del producto para Alemania, Francia y España. Allí se muestra que las tres economías han ingresado en zona de crecimiento negativo a partir del segundo trimestre de 2008, al igual que toda la eurozona. El crecimiento negativo en Alemania, se extendió durante cuatro trimestres (desde el segundo de 2008 al primero de 2009), logrando volver a zona positiva de crecimiento en los últimos trimestres, siendo la economía europea de mejor recuperación.

Francia exhibe un comportamiento de su PBI similar a la de Alemania aunque más moderada. España por su parte, experimentó siete meses de crecimiento del PBI negativo, volviendo a zona positiva con un tibio 0,08% en el primer trimestre de 2010. Las políticas de ajuste del gobierno de Zapatero ante la fuerte crisis de deuda que atraviesa España, se ha visto reflejada en la pobre performance del PBI español durante 2010, lo cual explica la persistencia del alto desempleo y anticipa su continuidad para los próximos años.

La economía de la eurozona permaneció durante cinco trimestres con crecimiento negativo y su recuperación, tímida hasta el momento (con una expansión del 0,19% en el primer trimestre de 2010), se encuentra amenazada por la crisis de deuda que obliga a varias economías del bloque a implementar fuertes paquetes de ajustes.

En la gráfica de la derecha, se presenta la evolución trimestral del crecimiento del producto para Italia, Inglaterra, y Grecia, mientras que en el cuadro inferior se agregan datos de la evolución del PBI de EEUU y Japón. Italia y Japón, entraron en recesión en el tercer trimestre de 2008, EEUU lo hizo en el cuarto trimestre de 2008 y Grecia en el primero de 2009. Durante el periodo I-2008 a I-2010, todas las economías desarrolladas observaron un crecimiento del PBI trimestral promedio, negativo, con Japón como la economía que observó la peor tasa (una caída promedio anualizada del 0,7%) y EEUU como la economía de este grupo que menos sufrió el impacto real de la crisis (una caída promedio anualizada del 0,1%). Si bien la mayoría de las economías desarrolladas han logrado recuperar la senda de crecimiento positivo, en el último trimestre del 2010, Inglaterra y Japón exhibieron una preocupante recaída del producto.



Crecimiento PBI trimestral

Pais/Trim	I-2008	II-2008	III-2008	IV-2008	I-2009	II-2009	III-2009	IV-2009	I-2010	II-2010	III-2010	IV-2010
España	0,4	0,0	-0,6	-1,1	-1,7	-1,0	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2
Francia	0,5	-0,6	-0,3	-1,7	-1,4	0,2	0,3	0,6	0,3	0,6	0,3	0,3
Alemania	1,6	-0,6	-0,3	-2,4	-3,5	0,4	0,7	0,3	0,6	2,2	0,7	0,4
Italia	0,5	-0,7	-1,1	-2,0	-2,9	-0,3	0,4	-0,1	0,4	0,5	0,3	0,1
Grecia	0,7	0,6	0,1	-0,7	-1,0	-0,3	-0,5	-0,5	-1,9	-1,8	-1,7	-1,4
Inglaterra	0,7	-0,1	-0,9	-1,8	-2,6	-0,7	-0,3	0,5	0,3	1,1	0,7	-0,5
Japón	0,7	-1,1	-1,3	-2,9	-5,4	2,6	-0,5	1,8	1,5	0,5	0,8	-0,3
EE.UU.	-0,2	0,4	-0,7	-1,4	-1,6	-0,2	0,4	1,2	0,9	0,4	0,6	0,8

Fuente: OCDE

La pobre performance del producto en las economías desarrolladas que se observa, en especial en las economías europeas, se produce a pesar de los grandes esfuerzos fiscales llevados a cabo por los gobiernos, que han demostrado tener una limitada capacidad para reimpulsar el crecimiento económico. En relación a ello, Rozenwurcel (2009), explica que la limitada capacidad de las políticas fiscales de estímulo económico que han puesto en práctica las economías desarrolladas radica en que la crisis fue disparada por la existencia de un sobreendeudamiento masivo, y esto implica un obstáculo para la recuperación inmediata de la demanda efectiva, debido a la necesidad de los agentes, de reducir sus niveles de deuda antes que pensar en el consumo y la inversión. Así, la recuperación de las economías, se encuentra debilitada y se pospone, poniendo en riesgo la estabilidad macroeconómica ante los elevados niveles de deuda pública y déficit fiscal que se observa en varias de las economías desarrolladas.

#### **b) La caída en los precios de los commodities**

La fuerte caída en la demanda de commodities, a partir del tercer trimestre de 2008 y en las expectativas futuras, se ha visto reflejada en el precio de los mismos que no han parado de caer, corrigiendo en parte niveles excesivos que habían alcanzado, llegando a valores totalmente inesperados cuando a mediados de 2008, con la crisis ya instalada, alcanzaban sus máximos históricos. Tal es el caso del petróleo que pasó de un máximo de US\$ 145,3 a un mínimo de US\$ 31,41 (al 24/12/2008), en poco más de cinco meses. Lo mismo ocurre con los commodities agrícolas a los que afectó la recesión y la caída en el precio del petróleo (vía demanda de biocombustibles), como se comentara previamente.

Esta baja en el precio de los commodities, se puede explicar por el fortalecimiento que a partir del tercer trimestre de 2008 observara el dólar estadounidense, en conjunto con una caída en la actividad económica que deprimió la demanda de materias primas y sus perspectivas en el corto y mediano plazo (Krauss, 2008).

Lo sucedido puso en evidencia además, que una parte de los altos precios alcanzados por los commodities respondían a un componente especulativo, el cual se disipó con el incremento de las turbulencias en los mercados (Irwin, 2008). De hecho, cuando se desató la crisis, una parte de los capitales que se encontraban en inversiones financieras con un cierto nivel de riesgos, migraron hacia los mercados de futuros de commodities, que presentaban una sólida tendencia alcista basada en la evolución de los fundamentales. En las gráficas puede verse lo expuesto y además se observa una leve recuperación y estabilización a partir de los primeros meses de 2009.

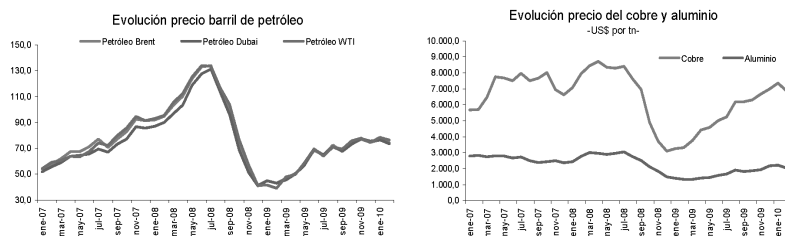
Si se analiza cada caso, el precio del barril de petróleo y los commodities agrícolas son los que experimentaron la mayor caída en las cotizaciones luego de alcanzar sus máximos. La cotización de la soja había alcanzado a mediados de 2008 su máximo nivel histórico al cotizar en un nivel cercano a los US\$ 600, pero la profundización de la crisis y los temores recesivos hicieron desplomar su cotización hasta los valores actuales cercanos a los US\$ 300, esto es, el 50% del valor que supo tener hace tan solamente un par de meses. El mismo comportamiento se observó para los derivados de la soja (harina de soja y aceite de soja), que se encontraban hacia los primeros meses de 2010, en niveles muy por debajo de sus máximos de mediados de 2008.

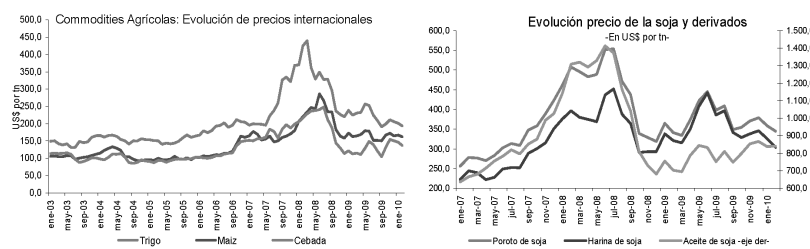
Lo mismo puede verse en otros commodities agrícolas tales como el trigo, el maíz y la cebada. En el caso del maíz, su precio había superado los US\$ 285 para desplomarse a los valores actuales de US\$ 162 la tonelada. También ocurrió algo similar con la cotización del trigo, aunque con una caída más pronunciada al pasar de un máximo de US\$ 440 a los US\$ 195 en que cotiza en los primeros meses de 2010.

En el caso del precio del cobre, la cotización experimentó una fuerte caída a partir del mes de agosto de 2008, tocando un piso en diciembre de dicho año. En ese período perdió un 63% de su cotización, iniciando a partir del 2009 una fuerte recuperación que al mes de marzo de 2010 acumulaba un alza del 121%. La cotización del aluminio, la misma registró una caída entre julio de 2008 y febrero de 2009, del 56%. A partir de febrero, revirtió su comportamiento recuperando un 50% de su valor.

Si bien la crisis ha logrado desinflar los precios de los commodities, cuyos niveles precrisis se explicaban en buena medida por el comportamiento especulativo, la recuperación económica de la economía global ha restaurado el apetito por el riesgo y ello, conjuntamente con un aumento de la demanda de commodities a causa de la mayor actividad económica, han llevado las cotizaciones hacia finales de 2010 y principio de 2011 a niveles que generan preocupación por las derivaciones que puedan producirse en la continuidad de la recuperación económica, a causa de las presiones inflacionarias que los elevados precios generan en las economías.

La cuestión de la evolución del precio de los commodities ha llegado hasta la reunión del G20 última, celebrada en febrero de 2011, en donde se ha planteado la posibilidad de implementar controles sobre los mismos.





Fuente: FMI

### c) Crisis en sectores industriales y de servicios

Las crisis en el sistema financiero se trasladan a los sectores industriales y de servicios a través de diferentes canales. En primera instancia, la menor disponibilidad de fondos limita los planes de inversión de las compañías. A su vez, dependiendo de la fortaleza de los flujos de fondos de las empresas, aquellas que son más dependientes de los mercados financieros se verán más afectadas y estarán obligadas a llevar adelante políticas más conservadoras para mantener un nivel mínimo de liquidez ante eventuales tensiones financieras. Esta situación de estrechez financiera aumenta la probabilidad de quiebras, situación que se da con mayor grado en el segmento de empresas PyMEs que además de tener menores capacidades para diversificar los riesgos, son las primeras que sufren el racionamiento del crédito.

Por otra parte, las menores perspectivas de crecimiento reducen el valor de las firmas que ven afectados sus ingresos futuros. Y cuando la crisis se traslada definitivamente al sector real, las compañías sufren una caída efectiva en su demanda que muchas veces deben enfrentar a través de reducciones drásticas en su fuerza laboral, continuando de esta manera, el círculo vicioso para la economía. Lo que agrava la situación actual de la industria a nivel global es que la nueva división internacional del trabajo que se observa entre el centro y la periferia no es predominantemente complementaria, sino que por el contrario, competitiva, impactando a nivel mundial, sobre los salarios, la ocupación y los precios de los productos industriales, generando un contexto de mayor incertidumbre, contexto que es adverso para este tipo de sectores de bienes durables ya que limita la demanda tanto por restricciones financieras como por decisiones pospuestas por parte de los individuos (Arceo, Golonbek & Kupelian, 2009).

A continuación se exponen los principales comportamientos, tendencias y pronósticos sectoriales internacionales. Se han seleccionado, por su importancia para la economía mundial (especialmente para los EEUU y para la Argentina, los sectores inmobiliario, alimenticio, automotriz, tecnológico y turístico.

#### 1) Sector Inmobiliario

La crisis financiera internacional tuvo su origen en el mercado de hipotecas subprime de los EE.UU., el cual había experimentado un excesivo crecimiento en los tiempos en que las tasas de interés de referencia se encontraban en niveles bajos. Ello generó un boom de la construcción que impulsó el crecimiento de la economía estadounidense.

Este contexto de gran liquidez no solamente estimulaba al sector inmobiliario estadounidense, sino también se trasladó al mercado de valores, generando una burbuja de activos. El crecimiento en el precio de las viviendas en EEUU previo a la crisis fue más dramático incluso que el observado en cinco episodios de crisis de deuda desde la postguerra (denominados “Big Five”), que incluyen a España (1977), Noruega (1987), Finlandia (1991), Suecia (1991), y Japón (1992) (Reinhart y Rogoff, 2008).

Pero con el surgimiento de las presiones inflacionarias, en el mes de junio de 2004, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) inició un ciclo ascendente de tasas que en el término de un año implicó un incremento de la misma en 200 puntos básicos (pasando del 1,25% al 3,25%), y un año después mostraba un nuevo incremento en 200 puntos básicos más, llevándola a 5,25%.

Las restricciones crediticias y el elevado costo financiero implicaron un incremento continuado en la morosidad y en el no pago por parte del segmento de deudores subprime. Esta situación, sumada a que la suba de tasas desalentó la expansión del crédito y por lo tanto desaceleró la demanda de nuevas propiedades, provocó el deterioro de los precios de las viviendas (al incrementarse la oferta producto de las ejecuciones hipotecarias, frente a una demanda en retroceso). Para mediados de 2007, la crisis en el sector de hipotecas subprime había alcanzado una magnitud tal que se había contagiado al resto de los segmentos de crédito hipotecario.

La situación de crisis cobró una magnitud que obligó en el mes de setiembre 2008 al gobierno de los EEUU a tomar el control de los dos gigantes hipotecarios Fannie Mae y Freddie Mac, para ponerlas bajo el control del organismo Federal Housing Finance Agency. Estas dos instituciones garantizan conjuntamente el 50% de las hipotecas de EEUU, valoradas en US\$ 12 billones.

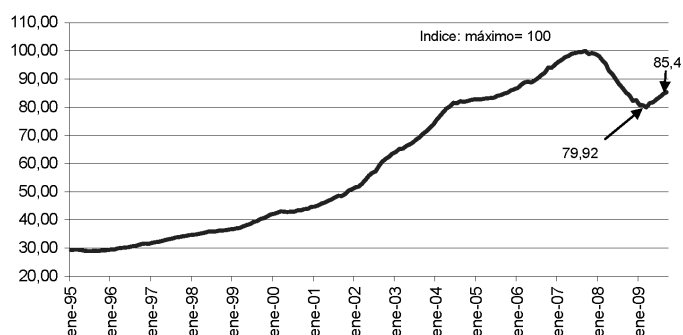
El sector inmobiliario estadounidense comenzó a observar signos de recuperación a partir del cuarto trimestre de 2009 por efecto de las medidas de estímulos implementadas por el gobierno de Barack Obama. Lo temporal de las medidas implementadas por el gobierno estadounidense hace que se deba prestar atención a la sostenibilidad de la recuperación que aún es débil. En abril de 2010, la cifra de venta de viviendas de segunda mano reflejó un incremento del 7,6%, por encima de la mejora esperada por los analistas. Si bien el mercado inmobiliario estadounidense observa un panorama más alentador, aún persisten los riesgos de una recaída, dada la debilidad de la demanda y el incremento en los stocks. Este sector es clave en la economía estadounidense por los efectos derrame que genera en otros sectores productivos del país.

La crisis crediticia e inmobiliaria estadounidense se contagió en otoño del 2007 al Reino Unido y España, quienes tuvieron que enfrentar una situación de crisis similar. Es que ambos países apostaron y promovieron con demasiada fuerza la compra de viviendas en vez del sector del alquiler.

La caída en los precios de las viviendas en Inglaterra, que alcanzó su mínimo en abril de 2009, fue la mayor registrada en los últimos 16 años. Al mes de octubre de 2009, los precios de las viviendas residenciales en Inglaterra han experimentado una recuperación del 6,9% en relación al mínimo, lo cual alentaba las perspectivas de recuperación del mercado. Sin embargo, la crisis que está golpeando a Europa amenaza

con generar un efecto contagio en la economía británica, a lo que se suma el riguroso plan de ajuste que anunciara el gobierno, con lo cual, las perspectivas de recuperación del mercado inmobiliario inglés no son demasiado alentadoras.

Evolución de los precios de las viviendas residenciales en Gran Bretaña



Fuentes: Halifax, HM Treasury, IPD, Morgan Stanley, Nationwide, Thomson Datastream y cálculos del Bank of England.

En España, el mercado inmobiliario había experimentado una burbuja que estalló con la crisis subprime estadounidense, entrando en una caída que se fue profundizando por la incidencia de otros factores, tales como el aumento del desempleo, y un endurecimiento de las condiciones financieras. En 2008, el stock de casas sobrantes en el mercado inmobiliario español superaba el millón de unidades, y la caída en los precios de la vivienda golpeó al sistema financiero español, sobreexpuesto al riesgo de este sector. La venta de viviendas en España cayó un 18% en 2009, hasta las 462.747 operaciones, sumando así su tercer año en negativo y el segundo peor de la serie, iniciada en 2005, según datos publicados por el Ministerio de Vivienda de España. Hacia fines de 2009, el mercado inmobiliario español evidenció signos de leve recuperación. Es así que durante el cuarto trimestre se produjo el primer incremento interanual en tres años. La recuperación observada en las operaciones inmobiliarias en el mercado español hacia inicios de 2010, no han impedido que sigan los descensos en los precios de las unidades inmobiliarias (aunque se han registrado repuntes en algunas regiones). La situación del mercado inmobiliario afecta directamente al sistema financiero español, en especial a las cajas de ahorro, cuyas carteras de crédito se encuentran altamente expuestas al sector.

El precio de la vivienda libre bajó el 5,5 % en febrero de 2010 con respecto al mismo mes del año anterior y acumulaba un descenso del 15,7 % desde diciembre del 2007, momento en que alcanzó su máximo valor. Durante el período que va entre el tercer trimestre de 2007 y el cuarto de 2009, se ha producido el proceso de ajuste del sector inmobiliario en España. A principios de 2010 comenzó su fase de estabilidad, observándose un ligero repunte de la demanda e incluso del precio, con aumentos en nueve provincias. Sobre las perspectivas del mercado inmobiliario español, tanto el aumento del desempleo como el deterioro de los activos bancarios de naturaleza hipotecaria y la implementación de un plan de ajuste fiscal dispuesto por el gobierno, pueden interrumpir la recuperación que se ha comenzado a percibir.



Mientras, en Latinoamérica, la crisis no afectó tanto ni tan directamente al sistema financiero. Pero el impacto de la crisis sobre la economía real, la incertidumbre sobre el futuro, y la suba de tasas estimulada por la salida de capitales que retrajo el crédito hipotecario, generaron un freno de la demanda de propiedades.

A grandes rasgos, se observa que los efectos negativos que la crisis financiera internacional ha tenido sobre el sector se extienden desde el segundo semestre de 2008 hasta el tercer trimestre de 2009, cuando se comienzan a observar signos de recuperación en varias de las economías latinoamericanas.

En el caso del sector inmobiliario en México, que ha tenido una extraordinaria expansión durante primera década del milenio, en un primer momento se esperaba que la crisis tuviera un primer impacto positivo a través de un aumento en la demanda de viviendas por parte de extranjeros. En este sentido, la expectativa apuntaba a inversores estadounidenses que ante las limitaciones en las oportunidades de inversión, optarían por el mercado de México. Sin embargo, la fuerte caída que tuvo el PBI mexicano producto de la brusca disminución de la demanda estadounidense de sus bienes y servicios, con efecto negativo en la mejora en la situación socioeconómica del país, se tradujo en una caída en la demanda del sector que llevó a una fuerte contracción del mismo (de alrededor del 26%). Otro de los factores que ha incidido negativamente en la demanda del sector inmobiliario ha sido la caída en las remesas que en un alto porcentaje se destinaban a la compra de inmuebles. La inversión pública, implementada como medida fiscal anticíclica, ha contribuido a limitar el impacto en el sector de la construcción golpeado por la crisis (BBVA, 2010). Si bien la recuperación del sector se ha comenzado a observar gradualmente desde finales de 2009, la crisis en Europa amenaza con afectar dicha recuperación, especialmente dada la importancia de los desarrolladores españoles en el país.

El mercado inmobiliario brasileño, por su parte, estuvo escasamente afectado y desde la primera mitad del 2010 está viviendo un boom, alimentado por el impulso que las políticas públicas le dan al mismo por su importancia como generador de empleo.

En Uruguay el sector inmobiliario también había vivido su boom que comenzó a desinflarse a partir del último trimestre de 2008. En 2009, el nivel de actividad del sector ha sido levemente inferior al observado en 2008. En la primera mitad del 2009, la compra venta de inmuebles se derrumbó (en más de un 20%), a causa de la expectativa a la baja de los individuos sobre los precios de las viviendas. A esto se sumó el contexto electoral en el que se encontró el país en 2009, que producía un normal escenario de incertidumbre, negativo para el sector. Sin embargo, se recuperó con fuerza en 2010 y la compra-venta de inmuebles experimentó un incremento del 38,5% en relación al 2009 (El País, 2011). Las perspectivas para el sector en 2011 y en los años subsiguientes son positivas, dadas las proyecciones de crecimiento de la economía y un posible impulso del crédito hipotecario en un contexto de alta liquidez del sector bancario.

En el caso del sector inmobiliario argentino, que tuvo un crecimiento exponencial entre 2003 y 2008, la desaceleración es fuerte desde la primera mitad del 2009 con una contracción de más del 30%. La mejora en el contexto económico a partir del último trimestre de 2009 y la menor incertidumbre interna ha contribuido a la recuperación

del sector, que se mostrará estable. Por otra parte, la mejora en el sector agrícola (con una cosecha récord de soja en 2010), tiene una incidencia clara en las perspectivas del sector ya que encuentran en el mismo una buena alternativa de inversión de lo obtenido en la actividad.

En síntesis, el sector inmobiliario en Latinoamérica se ha visto impactado mucho menos que el de EEUU y Europa y ya ha comenzado su recuperación. Las perspectivas para los próximos años son muy buenas ya que de la mano del crecimiento esperado en la región, se producirá una mejora sostenida en la situación socioeconómica de la población que buscará concretar la demanda insatisfecha existente. Del mismo modo, el desarrollo regional está incentivando a los extranjeros (principalmente, europeos y estadounidenses), a invertir en el sector inmobiliario latinoamericano.

## **2) Sector Automotriz**

Según dio cuenta la Organización Internacional de Constructores de Automóviles (OICA), la producción mundial de vehículos cayó un 14% en 2009, profundizando la tendencia iniciada en 2008 cuando registró una caída del 4%. De la dinámica del sector automotriz en los principales países del mismo, China e India han resultado ser en 2009, los únicos que lograron registrar tasas de crecimiento positivas (con aumentos del 48% y el 13%, respectivamente). En el otro extremo, el sector evidenció los mayores impactos de la crisis en la Federación de Rusia (con una baja en la producción automotriz del 60%), los Estados Unidos e Inglaterra (ambos con una caída del 34%). También sufrió un fuerte impacto el sector en Japón, Alemania y la República de Corea (Cepal, 2010).

La crisis en el sector automotriz estalló a mediados de 2008 primero en los EEUU y luego se trasladó a Europa, transformándose así en una crisis global del sector. Las causas son financieras y de expectativas de los consumidores y financieras. Por otro lado, ha existido un entrecruzamiento entre las operaciones inmobiliarias y automotrices. En medio de la euforia con precios del sector inmobiliario al alza en los EEUU, resultaba una práctica común el conseguir hipotecas por el 80, 100 o 120% del valor del inmueble, e incluir la compra de un coche en el préstamo para aprovecharse de un diferencial mucho más bajo. Con la crisis, esta demanda del sector automotriz que aprovechaba el financiamiento cruzado desde el sector inmobiliario, ha desaparecido por complejo.

En los EEUU la crisis en este sector comienza a gestarse en el 2006, y comienza a dinamizarse producto de una caída en las ventas del sector por el incremento en el precio de la nafta y la incapacidad de las automotrices de responder a la demanda de vehículos más eficientes. Esta situación afectó a las tres principales automotrices estadounidenses con centro en Detroit, General Motors, Ford y Chrysler (que explican alrededor del 50% de la cuota de mercado en EEUU). Para estas empresas, el segmento de vehículos deportivos utilitarios (SUVs) y pickups tenía una gran importancia en su estructura de negocios, segmentos de gran consumo de combustible, cuya demanda comenzó a mermar drásticamente: en primer lugar, por el aumento en el precio

del combustible y en segundo lugar, por el deterioro de la situación económica de la población.

Cuando la crisis golpeó al sistema financiero internacional, la demanda del sector automotriz se vio seriamente afectada. El bajo nivel de competitividad de las automotrices estadounidenses (dado que la mayoría de sus operaciones están sindicalizadas, en especial, en las principales automotrices del país), generan una rigidez incompatible con la reducción de la demanda y ha sacado a la luz el costo que ha tenido para la economía norteamericana la demora en la transformación tecnológica del sector, que se había visto postergada por la fuerte demanda de los años de bonanza. Ya antes de la crisis, el sector se enfrentaba a la necesidad de lograr una optimización en su producción para mantener márgenes razonables de rentabilidad.

En los tres años previos a la crisis, General Motors acumuló pérdidas por US\$ 51.000 millones. El gobierno de EEUU tuvo que elaborar un paquete de ayuda para GM y Chrysler (Ford pudo continuar sin ayuda oficial) y para proveedoras de autopartes del país. La situación obligó al gobierno estadounidense a lanzar un plan de salvataje para el sector, previo compromiso de las automotrices a realizar reformas estructurales para mejorar su eficiencia competitiva.

La situación de GM fue similar al inicio, pero la recuperación resultó más rápida de lo esperado y para el mes de abril de 2010 la automotriz se encontraba devolviéndole los préstamos recibidos por parte del gobierno estadounidense (cinco años antes de lo establecido, aunque el gobierno de los EEUU seguirá siendo accionista de la compañía, a la que le aportó capital por US\$ 50.000 millones). Los últimos datos sobre la evolución del sector en los EEUU generan expectativas sobre la recuperación. El 2010 fue un buen año, con una venta de 11,55 millones de unidades. La crisis en el sector automotriz estadounidense, cuya estructura de costos era claramente no competitiva, ha tenido un impacto directo en México y Canadá en donde las principales firmas del sector tienen gran parte de sus terminales de producción. Allí la recuperación parece producirse también en paralelo.

En Europa, la Fiat de Italia informó que en 2009 sufrió una caída de sus utilidades del 68%, ya que cayeron desde los 3.400 millones de euros alcanzados en 2008 a los 1.000 millones de euros del ejercicio 2009. En el último trimestre de 2009, se observó una recuperación en los ingresos que se consolidaron en el último trimestre de 2010, en donde obtuvo 600 millones de euros en ganancias, gracias a la pujanza de los mercados emergentes, en especial, de Brasil. Fiat, que ahora dirige la gestión de Chrysler, tiene en mente cambiar por completo la gama de coches Chrysler y que las marcas americanas complementen a las italianas.

En Alemania la Daimler, que fabrica la marca Mercedes, obtuvo resultados negativos en 2009 por 1.513 millones de euros, aunque en 2010 la compañía se recuperó y obtuvo ganancias por 4.764 millones de euros, superando sus pronósticos iniciales. Para Volkswagen, en cambio, el 2009 fue un buen año ya que logró ventas de 6,3 millones de vehículos, aumentando en un punto su cuota de mercado mundial (que se ubica en el 11,4%). La mejora en la performance de Volkswagen continuó en 2010 en donde incrementó sus ventas en un 20%. Audi registró una caída del 5,4% en la venta

de unidades durante 2009, aunque ha mejorado sus márgenes de utilidad y ha iniciado con buena recuperación en sus ventas en 2010, tanto en EEUU como en Europa. La empresa automotriz Opel, que estaba en manos de GM y hoy está en reestructuración, sufrió en 2009 una caída del 14% en sus ventas y en 2010 del 2,4%, un resultado que en principio es mejor al esperado a principio del 2010. La dirección de Opel en Europa ha logrado a principios de 2010 acordar con su plantilla un acuerdo que le permitirá un ahorro de 265 millones de euros.

La empresa francesa Peugeot, sintió el impacto de la crisis observando un resultado neto negativo de 1.161 millones de euros (3,2 veces, las pérdidas de 2008), aunque en 2010 se recuperó y, con un gran crecimiento en el mercado chino, alcanzó una ganancia operativa de alrededor de 1.500 millones de euros. Renault registró un resultado neto negativo de 3.068 millones de euros en 2009, aunque logró el objetivo de cash flow planteado a principios de año gracias a las sinergias de la alianza con Nissan, y en 2010 obtuvo ganancias por 3.420 millones de euros y cuenta con mejores perspectivas para 2011. Por la crisis, la compañía tuvo que realizar cierres temporales en sus plantas en Francia, España y Rumania.

En Asia la japonesa Toyota, debido a una caída implacable de sus ventas, tuvo que recortar su producción en un 50% en marzo de 2009, teniendo que realizar paros en todas sus fábricas de Estados Unidos. En 2009, la compañía sufrió una caída del 20% en sus ventas en el mercado estadounidense<sup>2</sup>. En 2010 la automotriz se recuperó y anticipa ganancias operativas por 6.700 millones de dólares.

En Latinoamérica, el impacto sobre el sector automotriz que ha tenido la crisis ha sido heterogéneo. En el caso de México, como consecuencia de la estrecha dependencia de industria automotriz de la demanda estadounidense, la crisis ha tenido un impacto muy profundo. En 2009, las ventas de automóviles registraron una caída del 26% en México (Anaya Llamas, G. 2010). Como esta industria es uno de los sectores más importantes para la economía mexicana y sus consecuencias se han reflejado con nitidez en la evolución del GDP (el sector representa alrededor del 20% del GDP manufacturero y genera alrededor del 11% del empleo), la crisis sectorial impactó sobre la evolución del PBI y sobre la tasa de desempleo de toda la economía.

Desde el gobierno de Calderón se decidió implementar la eliminación gradual de la tenencia vehicular que entró en vigor en junio de 2010 y terminará el 31 de diciembre de 2011, cuando se deroga definitivamente el impuesto federal de la tenencia, con el objetivo de estimular la recuperación del sector. También se ha lanzado un programa de crédito para facilitar la adquisición de vehículos. La recuperación del sector se ha iniciado a fines de 2009 y en los primeros cuatro meses del 2010 la producción automotriz observó un incremento interanual del 76,6% y del 1,9% en relación al mismo período de 2008 (Asociación Mexicana de la Industria Automotriz, 2010). La mejora del sector en EEUU es clave para el sector en México.

Las principales automotrices estadounidenses que poseen terminales en México observaron una extraordinaria recuperación en el primer cuatrimestre del 2010, con un incremento en la producción de Ford del 144%, del 89% en la producción de

**2** Toyota sufrió, además, las consecuencias de fallas en su propio proceso de producción ya que en enero del 2010 la compañía tuvo que llamar a revisión 2,3 millones de autos en los EEUU, por fallas en sus componentes, lo que representó el mayor escándalo en toda la historia de la industria automovilística.

Chrysler y del 99,6% en la producción de General Motors y continuaron con dicha tendencia a lo largo del 2010. A la recuperación que se está observando en el sector en México, se le debe sumar el interés que ha despertado por parte de los inversores chinos, lo que mejora las perspectivas del sector en México.

El sector automotriz brasileño ha sufrido un impacto limitado de la crisis y su recuperación superó las expectativas. La crisis no tuvo impacto en 2008 en el sector automotriz brasileño que obtuvo récord en producción y ventas (2,8 millones de unidades vendidas en el mercado interno y una producción de 3,2 millones de unidades). En 2009, el impacto de la crisis fue compensado con medidas de estímulo que promovieron el financiamiento y la desgravación impositiva (IPI). Las ventas internas para 2009 fueron estimadas en 3 millones de unidades, valor que supera a las ventas de 2008; aunque el volumen de producción (que alcanzó unas 3 millones de unidades) fue menor al del año previo.

El sector inició con fuerza el 2010, presentando una tendencia ascendente que se apoya en una demanda interna en ascenso, producto de la mejora en la situación socioeconómica de la población (se espera alcanzar un mercado interno de 4 millones de unidades en 2014). El sector enfrenta entre sus desafíos un posible impacto derivado de la gradual pérdida de competitividad productiva y una mayor competencia que deberá enfrentar toda la cadena de valor.

El sector automotriz argentino había sufrido una desaceleración desde la primera mitad de 2008, que se profundizó hacia la primera mitad del 2009. Su recuperación se inició en el último trimestre del año, cuando las condiciones internas y externas mostraron una mejora sensible. En el 2009, la caída en la producción del sector fue de alrededor del 20%.

La fuerte recuperación del sector automotriz en 2010 vino de la mano del impulso brasileño (las exportaciones del sector a Brasil representan el 84% del total de ventas externas) y de la reactivación interna que se produce tanto por la mejora en la situación económica como por la consideración de los individuos de tomar al automóvil como una alternativa de inversión.

En el primer trimestre de 2010, la producción del sector automotriz argentino experimentó una expansión interanual del 74% y un incremento en las exportaciones del 100,9% (Investigaciones Económicas Sectoriales, 2010). Las perspectivas para el sector en el corto y mediano plazo son positivas y ya se han anunciado inversiones en el sector por parte de automotrices extranjeras. Las buenas perspectivas para 2011 en el sector, cuya producción y exportaciones se espera que se incrementen en un 12%, hace que se esperen inversiones por \$ 5.000 millones para los próximos tres años.

El mercado automotriz en Latinoamérica tiene muy buenas perspectivas de expansión, impulsado por el sostenido crecimiento de las economías regionales que se traduce en una mejora del poder adquisitivo de los ciudadanos.

En síntesis, la crisis ha llevado al sector automotriz mundial a un replanteo que implica cambios profundos y nuevas alianzas para sostenerse en un mer-

cado cada vez más competitivo y hacia un modelo de mayor concentración. En lo tecnológico, el sector aún se encuentra en un proceso de transición con la generación de nuevos vehículos más eficientes y menos contaminantes: los competidores de alta calidad de Japón y de Corea del Sur, se encuentran mejor posicionados ya que han iniciado con anterioridad el desarrollo de unidades más eficientes, lo cual le genera oportunidades para ganar cuota de mercado.

En este contexto se celebró la alianza de cooperación entre Nissan-Renault (que juntas conforman el cuarto grupo automotriz del mundo) y Daimler (propietario de Mercedes Benz) con el objetivo de lograr mejoras en los precios. Renault por su parte, sigue desarrollando nuevos modelos que utilicen bioetanol E85<sup>3</sup> y planea la construcción de una planta en Israel para la producción de autos eléctricos. Las tres compañías firmaron un acuerdo para cooperar en el desarrollo de nuevos modelos de motores eléctricos y vehículos comerciales livianos. También se modificarán motores fabricados en la actualidad por Renault - Nissan para adaptarlos a un nuevo diseño de coches compactos de Mercedes-Benz.

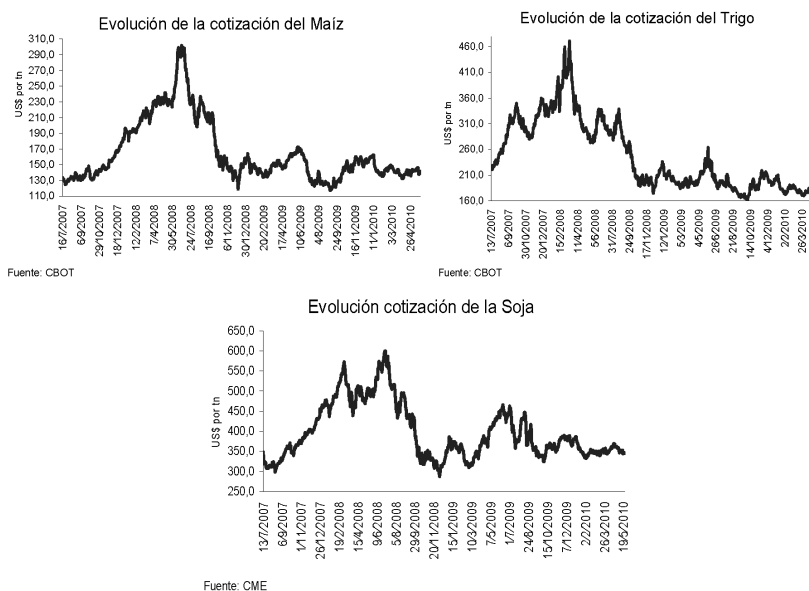
Por otro lado, los fabricantes de autos comenzarán una política de relocalización de negocios hacia mercados emergentes. Al respecto, China, que ha sobrepasado a Japón como el segundo mercado de autos, con un crecimiento de las ventas de automóviles del 45% en 2009, seguirá experimentando un crecimiento agresivo. India y Rusia, dos gigantes emergentes en el sector automotriz, también experimentarán un crecimiento considerable, al igual que Brasil, que en 2010 batió un récord de venta de autos con 3,5 millones de unidades, que representaron un aumento del 11,5% sobre el año anterior, también presenta buenas perspectivas. Es decir, la estrategia de las automotrices consistirá en reemplazar los mercados de países desarrollados por los de países emergentes.

### 3) Sector Alimenticio

El sector productor de alimentos, principalmente en lo referente a los commodities agrícolas, había soportado con solidez los primeros embates de la crisis financiera internacional. Incluso, los precios de los commodities agrícolas parecieron no verse afectados por la crisis en su dinámica ya que los activos financieros derivados de este tipo de productos, fueron vistos por los inversores como un refugio seguro frente a las turbulencias internacionales.

Para octubre de 2008, la caída en las cotizaciones de los productos agrícolas se dio como consecuencia del reconocimiento por parte del mercado de la situación de recesión global que implicaría una fuerte contracción de la demanda de dichos productos primarios. También ayudó a la baja en la cotización de las commodities agrícolas, el fortalecimiento del dólar frente al resto de las divisas internacionales.

**3** E85 es el término utilizado para la mezcla de un 15% de gasolina (por volumen) y de un 85% de etanol, mezcla que logra un octanaje mucho mayor que el de la gasolina normal (aunque menor que el etanol puro). La adición de una pequeña cantidad de gasolina ayuda a un motor convencional a arrancar al estar el motor (y el combustible) fríos.



Si bien la desaceleración económica internacional ha generado una retracción de la demanda generalizada, el sector de alimentos y bebidas ha sido uno de los menos vulnerables al proceso, fundamentalmente por tratarse de un sector con bienes-ingreso inelásticos.

La crisis ha provocado una caída en categorías alimenticias altas, con mayor valor agregado, generando un retorno a ítems alimenticios baratos y menos procesados. Esta situación probablemente se extienda en la medida que el contexto pesimista se mantenga, producto de los temores de nuevos episodios de crisis.

Sin embargo, las marcas poderosas seguirán siendo centrales en la generación de valor en el mediano plazo, especialmente en países en desarrollado, en donde el crecimiento potencial y el reconocimiento de la marca como ventaja competitiva sigue siendo un activo estratégico.

El riesgo de una recaída de la economía mundial no es despreciable por estos momentos, lo cual puede tener un nuevo impacto en el precio de los commodities agrícolas, aunque de menor magnitud. La expectativa de un limitado impacto está dado en el hecho que es probable que el impacto de las nuevas réplicas de la crisis se encuentren más contenidas en Europa, y por el hecho que las economías emergentes mantienen una buena dinámica de crecimiento que implica un aumento de la demanda de alimentos explicada en la mejora del poder adquisitivo de los segmentos inferiores de la población.

Para los países latinoamericanos productores de commodities alimenticios, especialmente Brasil, Argentina y Uruguay, la crisis ha impactado en el sector a través de una caída en las cotizaciones. Esta situación se extendió desde el tercer trimestre de 2008 al segundo trimestre de 2009, momento a partir del cual las cotizaciones han ido recuperando sus niveles que, aunque inferiores a

los máximos que alcanzaron en medio de la crisis, han alcanzado hacia finales de 2010 y principios de 2011 niveles que preocupan por sus posibles consecuencias inflacionarias.

La demanda internacional de los commodities alimenticios exportados por Latinoamérica no ha sido afectada de un modo significativo por la crisis, aunque sí se han moderado las perspectivas de crecimiento, no solamente producto de una moderación en las expectativas de crecimiento de la demanda de alimentos, sino también en el caso de los commodities agrícolas, por una menor demanda esperada para la producción de bio-combustible.

En el caso de Brasil, el gobierno de Lula viene impulsando desde antes de la crisis, una política de largo plazo con el sector de alimentos, que apunta a un fuerte incremento en el área sembrada de los principales granos, así como políticas de apoyo para otros sectores alimenticios (Plan de Aceleración del Crecimiento, 2007-2010). En este sentido, varias empresas del sector cárnico (entre las que se encuentran JBS y Marfig), están llevando adelante una fuerte política de expansión internacional mediante la adquisición de empresas en Argentina, Uruguay, EEUU y en Europa.

En Uruguay, el sector productor de commodities ha experimentado una fuerte expansión, explicada en parte por la incorporación de inversores extranjeros (principalmente argentinos, y también brasileños), que han adquirido tierras para la producción agrícola. Bertello (2008), describe el aumento que ha estado teniendo en el sector agrícola uruguayo, la participación de inversores argentinos. La producción de soja alcanzó en 2009 un récord en exportaciones con un incremento del 46,3% (También en Paraguay la cosecha de soja ha alcanzado un récord en 2009-2010 con 7,4 millones de toneladas). En lo referente al sector cárnico, en los últimos dos años se ha producido en Uruguay una caída del stock de ganado vacuno de 860.000 cabezas. Este resultado se explica por la sequía que afectó al país, a lo que se le ha sumado el avance de la soja. Las ventas externas de carne vacuna, observaron una caída del 20,9% en 2009, no por causa de la crisis financiera internacional, sino por la caída en el stock local.

En el caso argentino, la crisis financiera internacional, no ha tenido mayor impacto en el sector y la recuperación de la producción de commodities agrícolas en la campaña 2009-2010 es tal que en varios cultivos ha alcanzado niveles récord. En el caso de la soja, el punto positivo ha sido la cosecha récord alcanzada en la campaña (55 millones de toneladas). En relación a la actividad ganadera, la producción de carne vacuna en Argentina se ha visto afectada principalmente por la contradicción vivida entre precios internacionales y poder adquisitivo. Si bien el esquema de compensaciones debía resolver dicha contradicción, los problemas institucionales de diverso tipo y la elevada informalidad en el sector, impidieron que su impacto sea completo.



El avance de la agricultura (principalmente de la soja), desplaza la actividad ganadera hacia regiones menos productivas. El sector lácteo por su parte, está atravesando por un buen momento, impulsado por los buenos precios internacionales que mantienen firmes perspectivas. La situación del sector se ha visto mejorada también gracias a mayores precios que reciben los tamberos por su producción (el precio pagado por el litro de leche se ubica en \$ 1,3-\$ 1,35) y a la disponibilidad de financiamiento proveniente del Ministerio de Agricultura nacional. Las perspectivas del sector de crecer tanto en el mercado interno como externo son positivas.

#### **4) Tecnología**

Según los analistas, cuando la crisis comenzaba a hacerse evidente en la economía real, se anticipaba que la industria de tecnología sufriría un pequeño ajuste como producto de la crisis, pero se recuperaría rápidamente. Así, el sector de tecnologías de la información y telecomunicaciones (TICs) sería uno de los menos vulnerables a la crisis. En este contexto general, se esperaba que el subsector del hardware sea el más afectado (de hecho, registró una caída del 13,9%), fundamentalmente en el mercado periférico de los computadores personales. El software se esperaba que se comporte satisfactoriamente, fundamentalmente por su papel vital en el proceso de negocios.

En los EEUU, durante el 2009, el empleo en el sector de TICs ha registrado una caída del 12,3% respecto al 2008. Según estimaciones realizadas por Gartner, en 2009 la caída en los ingresos del sector informático alcanzó el 5%, por lo que el impacto en el sector TICs ha sido mayor al previsto.

El 2010 representó un año muy positivo para la recuperación del sector, en donde las compañías lograron una sensible mejora en sus ganancias. El sector experimentó una expansión del 6,5% en EEUU. El gasto global en tecnología de la información (TI) registró en 2010 un crecimiento del 8%, esto es, unos 1,5 billones de dólares.

Para el 2010, los países emergentes (a excepción de Europa del este, afectada por la crisis europea), tuvieron un rol importante en la recuperación del sector, con un aumento del gasto en TICs estimado en un 9,3% en los países de Latinoamérica, un 7,7% en los de Oriente Medio y África, y un 13% en los de la región de Asia-Pacífico. La mejora del sector no se detendrá y se espera que la evolución del sector se acelere en 2011 (IDC, 2011).

La expectativa que genera Latinoamérica tiene sustento en las perspectivas de crecimiento y desarrollo económico de la región que se traduce en un impulso para el sector. Entre 2008 y 2009, el sector de la Tecnologías de la Información y las telecomunicaciones ha alcanzado una expansión del 25%, superando ampliamente la performance de las economías asiáticas y del resto de los emergentes.

En el sector TICs, Brasil y México lideran el sector en la región con el 60% del total de la producción latinoamericana. Argentina, Colombia y el Perú, en tanto, son las economías que están observando un mayor dinamismo en el sector. Chile, por su parte, observa los mejores indicadores en el empleo de tecnologías de la Información, lo cual resulta beneficioso para la competitividad del resto de los sectores productivos.

Las TICs en México tienen aún poca penetración (los datos muestran que sólo el 4% de la población de la región sureste de México tiene acceso a una computadora y 6 % a Internet, mientras que el 23 % de la población del centro del país tiene acceso a computadoras y el 21% a Internet), por lo que el mercado tiene aún mucho por crecer (CDI, 2010).

En el caso particular de Argentina, el sector TIC está creciendo con gran dinamismo, con un crecimiento del 21,8% promedio anual en el lustro 2003-2008, y con un crecimiento del 13% en 2009 a pesar del contexto de crisis internacional. La penetración en la población por parte del sector, es importante y se evidencia en los siguientes datos: 979 celulares por cada 1.000 habitantes, 249 usuarios de Internet cada 1.000 habitantes, 147 computadores por cada 1.000 habitantes, 2,1 servidores por cada 1.000 habitantes y un gasto per cápita anual en TICs de US\$ 428 (superior al promedio de América Latina de US\$ 382).

## **5) Turismo**

El sector logró un récord de cinco años consecutivos de crecimiento en 2008 y sus promedios estuvieron por encima del crecimiento económico internacional. Actualmente, el sector representa alrededor del 9,9% del PBI mundial, y se espera que el sector llegue a al 10,5% hacia el 2018. En términos de empleo, el sector turístico explica el 8,4% del total de empleos mundiales. Sin embargo, la desaceleración económica en Estados Unidos y Europa Occidental, conjuntamente con otros episodios inesperados tales como la gripe porcina, motivaron que en 2009 la actividad del sector registrara una caída del 4%. Producto de un cambio en la tendencia que se ha comenzado a evidenciar a partir del tercer trimestre de 2009, el turismo mundial experimentó en 2010 un incremento del 7% manteniendo muy buenas perspectivas para 2011 (OMT, 2011).

En la caída del sector producida durante la crisis, Europa ha sido la región más afectada por la crisis, seguida por América del Norte y América Central, explican porqué se prevé que el sector sufrirá un estrangulamiento por el lado de la demanda. Los analistas plantean que Asia seguirá siendo una oportunidad de amplio crecimiento, tanto para el sector hotelero como para las aerolíneas. En lo referente al turismo interno, se espera para los próximos años que China, Brasil y España sean los países que experimenten una mayor expansión.

El sector turístico latinoamericano, sintió el impacto de la crisis principalmente a través de un menor turismo extranjero. De todos modos, el sector lentamente va superando la crisis y ya en 2010 logró un incremento del 6%. México por caso, registró en 2009 una caída del 10% en la cantidad de turistas extranjeros, recibiendo el país un 13,9% menos de vuelos internacionales, aunque en 2010 se recuperó, a pesar del incremento de la violencia en el país, con un alza del turismo del 14,3%. En Brasil, que es la 13° economía turística del mundo, obtuvo en el 2010 un récord en ingresos por turismo extranjero, con un incremento del 11,6% (Banco Central del Brasil, 2011).

En Argentina, el 2009 resultó un año de retroceso para el ingreso de turismo internacional, aunque la situación comenzó a mejorar en el último trimestre de 2009 con una continuidad de la recuperación en 2010 (Cámara Argentina de Turismo, 2010). En 2010, Argentina observó un incremento del 27,1% del turismo extranjero.

## **6) La fortaleza del dólar**

Cuando estalló la crisis, se anticipaba el comienzo del fin del reinado del dólar. No eran pocos los que apuntaban al final de la supremacía del dólar y su reemplazo por el euro (Chinn & Frankel, 2005; Galati y Wooldridge, 2006; Elwell, 2007, por nombrar algunos).

Sin embargo, producto de los problemas que han surgido a la luz de la Eurozona y de la fortaleza que aún presentan los EEUU, la moneda norteamericana sigue demostrando en los tiempos turbulentos su vigencia como referente de reserva de valor. Cuando el dólar iba camino a perder el liderazgo como divisa mundial, llegando incluso a tocar niveles mínimos históricos como el observado frente al euro en el mes de abril del 2008, el incremento en las turbulencias en los mercados hacia fines de 2008, los signos de recuperación de la economía estadounidense en 2009 y una cierta calma en sus sectores críticos, conjuntamente con el problema de la deuda en Europa, le han devuelto una fortaleza que aparentemente no se apoya en fundamentos macroeconómicos.

El agravamiento de las turbulencias en los mercados financieros internacionales y la sucesión de malas noticias provenientes de Europa, son los motivos que explican el fortalecimiento del dólar en los últimos meses en relación al Euro y a la Libra Esterlina. Este nuevo fortalecimiento que ha tenido la moneda estadounidense en medio de las turbulencias no hace más que confirmar la vigencia del dólar como divisa líder global apoyada, no solamente por la falta de alternativas sino también en fortaleza que aún se percibe de la economía de EEUU, y su supremacía militar y tecnológica.

La búsqueda por parte de los inversores de posiciones más líquidas y seguras, no ya en el euro, sino en la moneda estadounidense, aunque en un

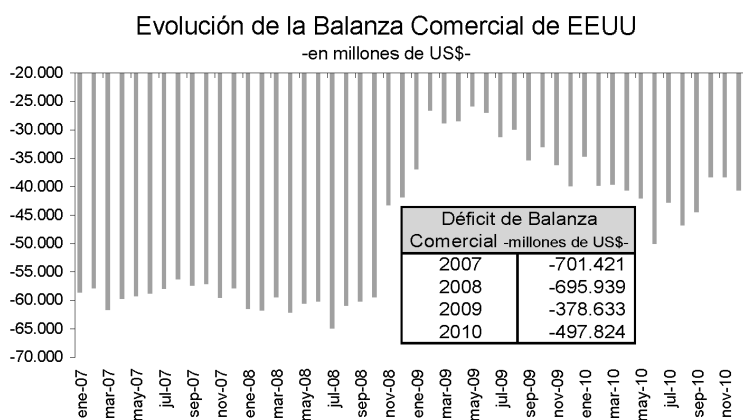
contexto de volatilidad que no garantiza que la evolución del dólar frente a las demás divisas, ha generado una tendencia alcista del dólar. Este comportamiento fue menguando en 2010 y el retorno del apetito por el riesgo, a pesar de la continuidad del contexto de incertidumbre, ha generado un debilitamiento del dólar aunque no en los niveles mínimos de mediados de 2008. En este contexto, se espera que la estrategia americana sea sostener su moneda, dada las consecuencias negativas que puede generar su depreciación sobre la economía mundial (incrementando las presiones inflacionarias al resto de las economías, produciendo de este modo, inestabilidad), para eso, la apuesta del gobierno estadounidense pasará por apuntalar la productividad de la economía.

En EEUU, la cuestión cambiaria genera roces con el gobierno chino. Las autoridades monetarias chinas dejaron que en los últimos meses el yuan se apreciara frente al dólar.

Sin embargo, el nivel cuasi fijo que el yuan mantiene con la divisa estadounidense y la apreciación del dólar, ha implicado una apreciación cambiaria frente a Europa, lo cual puede tener algún tipo de repercusión en la balanza comercial.

Más allá del riesgo que podría implicar la apreciación del tipo de cambio multilateral de China, por la estabilidad del yuan con un dólar que se ha fortalecido, las presiones que está recibiendo el gigante asiático, probablemente lo obliguen a permitir una mayor apreciación del tipo de cambio nominal con respecto al dólar, aunque probablemente no resulte demasiado significativa. Está claro que China no puede apoyarse indefinidamente en el crecimiento externo para expandir su economía, debido a la magnitud de dicha economía y las limitaciones existentes en el crecimiento de la demanda externa para el país asiático. Sin embargo, se puede esperar que lo siga haciendo, aunque a medida que transcurra el tiempo, con una menor intensidad.

¿Qué sucedió con la balanza comercial? Hasta el tercer trimestre de 2008, cuando el dólar se encontraba en sus mínimos, se esperaba que la balanza comercial de los EEUU comenzara a experimentar una mejora sensible, hecho que pudo verse a partir de la segunda mitad de 2008 con una sostenida reducción del déficit de balanza comercial. Sin embargo, a medida que la economía estadounidense comenzaba a recuperarse y el dólar a fortalecerse, el rojo en la balanza comercial cambiaba su tendencia descendente, y si bien aún se encuentra lejos de los niveles que observara antes de la crisis y hasta mediados de 2008, el mismo viene creciendo y genera preocupación; el consumo privado en los EEUU se mantiene debilitado producto de la pérdida de riqueza que sufrieron las familias, junto al elevado desempleo y las limitaciones del sistema financiero de generar crédito para el consumo, se supone que la situación de la balanza comercial se mantendrá estable.

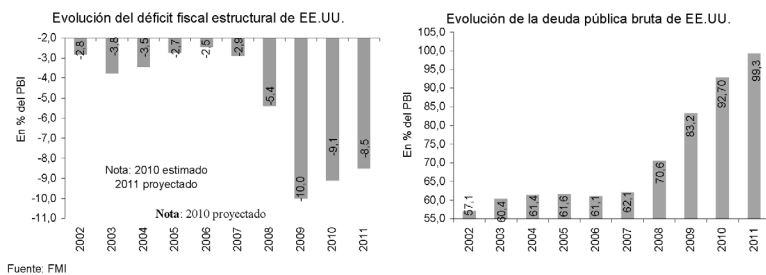


Fuente: U.S. Census Bureau

El déficit de la Balanza Comercial explica en un gran porcentaje el comportamiento de la cuenta corriente estadounidense que, tal como se expuso previamente, ha observado un fuerte deterioro en los últimos años, en buena medida como consecuencia del elevado déficit fiscal que posee la economía estadounidense. Es por este motivo que, durante el período 2003-2007, en donde EEUU da comienzo a la guerra en Irak, el déficit de cuenta corriente promedia los 5,5 puntos porcentuales del PBI.

El déficit fiscal americano comenzó a incrementarse a partir del 2001 y se hizo máximo en términos del PBI en el 2003, año en que los EEUU invadía Irak. En dicho año, el déficit fiscal estructural de los EEUU había alcanzado el 3,8% del PBI. Luego comenzó a observar una mejora gradual, pero siempre manteniéndose en zona deficitaria, hasta el 2006 en donde se ubica en un 2,5% en términos de producto. La crisis subprime obligó al gobierno de Obama a incrementar fuertemente el gasto público en un contexto de reducción de los ingresos fiscales. Esto llevó al déficit fiscal estructural al 7,8% en términos de PBI en 2009 y lo ha llevado a un nivel cercano al 9,1% en 2010 (FMI, WEO octubre de 2010).

Como reflejo del déficit persistente en las cuentas fiscales, la deuda bruta estadounidense continúa con su tendencia ascendente tanto en términos absolutos como en términos del PBI. Así en el término de ocho años, entre 2001 y 2009, la deuda pública bruta de los EEUU pasó de representar el 54,7% del PBI al 83,2%. Esto es un incremento de 28,5 puntos en términos del producto estadounidense. Las estimaciones para 2011 apuntan a que la deuda pública bruta de los EEUU se acercará al 100% en términos de PBI.



A los niveles actuales, la dinámica que está observando el déficit fiscal no solamente federal sino de los gobiernos subnacionales de los EEUU representa un serio riesgo para la estabilidad económica del país y la confianza en la moneda (Yongding, 2010). En este sentido, se espera que con la consolidación de la recuperación económica en los EEUU, el gobierno de Barack Obama lleve adelante un disciplinamiento de la política fiscal para hacerla sostenible en el mediano y largo plazo.

Si no se logran los objetivos planteados, hay un escenario posible para la devaluación del dólar y en este sentido resultará clave el rol de China y su moneda, en un contexto en donde el resto de las principales economías se encuentran en problemas como para apuntar la recomposición de las cuentas externas de los EEUU. El final está abierto.



## Capítulo 4

### Las políticas adoptadas y las perspectivas

#### 4.1 Las políticas

Con cierta similitud respecto a la década del '30, una vez desatada la crisis, surgen dos posturas claras. Por un lado, quienes plantean que la crisis en el sistema financiero internacional había sido originada por un comportamiento irresponsable de la política monetaria y fiscal proponen un ajuste o al menos se muestran remisos a los salvatajes: este es el caso del BCE.

Por otro lado, va ganando espacio la idea de la imposibilidad de dejar caer a las grandes compañías del capitalismo desarrollado y la respuesta ante la crisis empieza a ser la de intervenir con políticas monetarias y fiscales, en una estrategia de salvataje sistémico, del lado de la oferta y también –aunque menos– del lado de la demanda. Lamentablemente esto, como veremos luego, no ha generado un debate claro y duradero sobre las recomendaciones del FMI, sobre todo en las crisis del mundo emergente. Veamos qué sucedió en los países claves de la crisis.

#### **La crisis en los EEUU y las medidas adoptadas**

A mediados de 2007, cuando el volumen del mercado interbancario comenzó a caer a pisos mínimos, la Reserva Federal produjo un cambio total en la política de tipos de interés. Así, el tipo de referencia interbancario de la FED pasó del 5,25% en agosto de 2007, al 2% en abril de 2008 y, desde diciembre de 2008 hasta el presente, a su nivel mínimo histórico, entre 0% y 0,25% (Federal Reserve Bank of San Francisco, 2009). Sin embargo, las reducciones de tasas de interés se mostraban ineficaces para sostener a la economía en este contexto de crisis. El sistema financiero había quedado “inmunizado” y no reaccionaba ante el aumento de liquidez en el mercado monetario (Lumholdt, 2008).



Una vez desatada la crisis, las acciones llevadas a cabo por los encargados de formular las políticas para evitar que las mismas dañen aún más al sistema financiero y a la economía real, pusieron en práctica una serie de medidas de salvataje, a pesar de los problemas de riesgo moral que las mismas generarían a futuro. Entre estas medidas, una de las más polémicas por el costo fiscal y por los beneficiarios primarios, ha sido la aprobada por parte del Congreso estadounidense para rescatar a las entidades financieras en problemas (conocida como Troubled Asset Relief Program, TARP) diseñada por el Secretario del Tesoro estadounidense, Henry Paulson. El TARP autorizaba al Tesoro estadounidense a comprar a los bancos hasta US\$ 700.000 millones de sus “activos tóxicos”. De este modo, se ayudaba a acelerar el proceso de desapalancamiento de las entidades financieras, a mejorar la transparencia de sus balances y reforzar su capacidad para atraer nuevo capital. Con ello se acercaba al objetivo final de normalizar la situación del sistema financiero para que pudiera reiniciar la generación de financiamiento y de este modo, apoyar la reactivación económica.

La crisis originaria en el mercado subprime estadounidense, como podía esperarse, se extendió a través de toda la economía provocando una contracción del PBI del 2,4% en 2009. No solamente se produjo una fuerte caída del PBI sino que varios sectores han quedado dañados y amenazados con caer (además del sector inmobiliario y el sector financiero, también fueron duramente golpeados el sector asegurador y el automotriz). El impacto en las familias no se hizo esperar y la tasa de desempleo inició un camino ascendente, alcanzando al mes de mayo de 2010 el 9,9 % de la PEA, con perspectivas al alza y, dada la fragilidad del contexto, anticipando que se mantendrá elevada bastante tiempo. Las estimaciones del FMI muestran que en el 2010 la economía estadounidense observó una recuperación del 2,8% (WEO, 2010), aunque los múltiples focos de tensión existentes en la economía estadounidense y en la economía mundial, hacen que para los próximos años, la consolidación de dicha recuperación no se encuentre asegurada. En este sentido, la crisis que afecta a Europa tendrá nuevas incidencias para la economía americana en términos de crecimiento en los próximos años.

La variación cambiaria observada entre el dólar y las principales divisas a lo largo de la crisis, ha dejado a la luz problemas productivos en varios sectores económicos de los EEUU. Uno de los más grandes está en la industria automotriz y su cadena de proveedores; este sector, responsable sin dudas de pérdidas de eficiencia considerables, sigue empleando un número importante de trabajadores. El debate político gira en torno a la necesidad de corregir los déficits estructurales de la economía norteamericana.

En el corto plazo, la recuperación que se anticipa, en un contexto de crisis en Europa y ciertas tensiones en China, hacen que sea improbable que la actual crisis financiera y económica afecte los fundamentos del liderazgo internacional norteamericano.

### **La crisis en China y su estrategia colaborativa**

Para enfrentar la crisis, además de la participación en las cumbres internacionales, y de una oferta de ayuda a la economía de Pakistán de US\$ 500 millones, el gobierno chino ha tomado una serie de decisiones. En primer lugar, a comienzos de octubre de 2008, el Banco Central Chino anunció un recorte de 50 puntos básicos en la tasa de interés de referencia, en forma coincidente al anuncio hecho por la Reserva Federal y otros importantes Bancos Centrales. A finales de octubre del mismo año, realizó un nuevo recorte de las tasas en 27 puntos básicos, respondiendo al nuevo recorte de la Reserva Federal de 50 puntos básicos. Durante 2009, el Banco de China llevó adelante una política monetaria expansiva con el objetivo de estimular la demanda interna ante la caída de las exportaciones. El fuerte incremento en el crédito interno obligó al Banco de China a revertir las medidas de estímulo crediticio e imponer limitaciones en su crecimiento ante los temores de una burbuja crediticia desde finales de 2009. El fuerte crecimiento de los precios de los activos por un mayor crédito interno se vio reflejado en el mercado inmobiliario, principalmente en los principales centros urbanos del país.

En materia de política fiscal, a principios de noviembre de 2008, el gobierno anunció un plan bianual de estímulo de unos US\$ 586.000 millones, destinado a proyectos de infraestructura y a seguridad social. El plan de estímulo fiscal buscaba compensar la declinante demanda norteamericana para mantener un piso de crecimiento que finalmente alcanzó el 8%.

Durante el 2009, la política monetaria y fiscal implementada por el gobierno chino modificó la fuerza de los drivers de crecimiento económico, ganando en participación la demanda interna ante la demanda externa, duramente golpeada por la crisis. De hecho, las exportaciones de China en 2009 observaron una caída del 16% (aunque las ventas externas mundiales se contrajeron un 23%, lo cual hizo incrementar la participación en el comercio mundial de las ventas externas de China), que fue parcialmente compensada por el aumento de la demanda interna.

A partir de esta política, China creció un 8,7%. Cabe mencionar que la India creció en 2009, un 5,7% en tanto Hong Kong y Tailandia observaron una contracción. A pesar de haber observado un impacto en el canal real, inferior al que se percibe en el caso de Europa, la crisis golpeó a China y al continente asiático, principalmente por el canal real y no tanto por el canal financiero.

La necesidad de sostener el consumo se basa en el hecho de que para evitar tensiones sociales a raíz del permanente influjo de población rural hacia los centros urbanos, la economía china no puede crecer a una tasa inferior al 8% anual (al menos hasta que este proceso se termine, lo cual no sucederá en los próximos años). Esta compensación de la contribución al crecimiento, desde la demanda externa hacia la demanda interna en tan poco tiempo, si bien ha logrado el resultado esperado en términos de alcanzar el piso de crecimiento económico, ha implicado serios riesgos para la estabilidad macroeconómica. Por eso, al querer cambiar los drivers de cre-

cimiento durante el 2009 -ante la necesidad de mantener un piso de expansión del producto del 8%-, se llevó a la economía a una situación de riesgo por el surgimiento de burbujas en el mercado crediticio y en el sector inmobiliario.

La existencia de grandes riesgos de desequilibrios internos, producto de un impulso demasiado acelerado de la demanda interna, probablemente lleve al gobierno chino a retomar la política de crecimiento externo, en la medida que el crecimiento global se vaya restableciendo. Sin embargo, este objetivo chocaría con la presión norteamericana por lograr la apreciación cambiaria del yuan.

Para resolver la disyuntiva a la que se encuentra sujeta la política económica en China, se espera la continuidad del endurecimiento de las políticas monetarias y fiscales en ese país, que evitarían que las políticas de estímulo dispuestas en el 2009 deriven en mayores presiones inflacionarias y en el riesgo cierto de generación de burbujas. En ese contexto es probable que la moneda china pueda experimentar una apreciación respecto al dólar estadounidense aunque no demasiado significativa. De hecho, desde el gobierno chino ya se ha anunciado la decisión de permitir la apreciación cambiaria de la moneda, fortalecida levemente frente al dólar estadounidense.

Este escenario planteado para la economía china se haya sujeto a una alta incertidumbre. El motivo principal es la debilidad del consumo estadounidense, que se mantendrá sin grandes cambios en el corto y mediano plazo. A su vez, si bien la demanda doméstica de China ha respondido al plan de estímulo, evitando así una caída del PBI por debajo del 8%, no tiene capacidad suficiente para compensar la menor demanda externa derivada de los problemas que enfrenta el consumidor estadounidense (FMI, 2009).

Queda por resolver la cuestión de las reservas: dada la cantidad de reservas extranjeras que China tiene acumuladas, un debate fundamental versa sobre qué rol asumirá el gigante asiático. Las opciones estratégicas son dos. Por un lado, en orden a estabilizar a su más importante socio comercial (los Estados Unidos), se volcaría a comprar seguros norteamericanos (especialmente seguros del Tesoro), con el objetivo de contribuir a fondear los cientos de miles de millones de dólares necesarios para que el gobierno norteamericano compre los activos problemáticos y estimule su economía, sin que ello le genere puntos de conflicto. Adicionalmente, China trataría de apuntalar la economía norteamericana comprando stocks norteamericanos.

Por otro lado, se discute en China la posibilidad de que las reservas internacionales sean invertidas domésticamente y no volcadas a inversiones riesgosas fronteras afuera. El beneficio de esta política sería no interrumpir el desarrollo del mercado doméstico chino, a la vez que brindar legitimidad y estabilidad al régimen. No queda claro en todo caso, si China logrará, bajo esta política, suplantar el impacto de la caída de la demanda norteamericana.

### **La crisis en Europa y la dureza del BCE**

Ante la crisis bancaria, Europa tuvo una primera respuesta mediante el au-

mento de las garantías sobre los préstamos interbancarios en la primera etapa de la crisis, es decir, nacionalizando el corazón del sistema financiero. La sustancia de la respuesta europea ha sido diseñada fundamentalmente por el Primer Ministro Británico, Gordon Brown, con su plan de garantías y capitalización.

El 8 de octubre de 2008, Gran Bretaña anunció un plan de US\$ 850.000 millones destinado a rescatar su sector bancario de la crisis financiera internacional. El Plan de Reconstrucción y Estabilidad fue anunciado exactamente un día después de que los bancos británicos perdieran 17.000 millones de libras esterlinas en el mercado cambiario inglés. El mayor perdedor fue el Royal Bank of Scotland, que vio caer sus acciones en 39% y sus valores, en 10.000 millones de libras esterlinas. Otros Bancos con pérdidas millonarias fueron el Halifax y el Lloyds. También incluyó facilidades de inversión por US\$ 87.000 millones en orden a recapitalizar firmas, que pasan a ser UK instituciones. Al mismo tiempo se habilitó la disponibilidad de garantías para aquellas instituciones que participan de la recapitalización y un amplio esquema para mejorar la liquidez del sector bancario.

El Plan fue lanzado con el gobierno tomando control sobre el 60% de las acciones del Royal Bank of Scotland. El 10 de octubre de 2008, el G7 reunido en Washington tomó los principios del plan inglés y los generalizó: re-capitalización, estatización, garantías gubernamentales de las deudas, mejora en las regulaciones. Todos los países europeos fueron adoptándolo.

En 2009, todos los países de la Unión Europea entraron en recesión, con Alemania (-5%), Italia (-5%) y Gran Bretaña (-4,9%), como las principales economías europeas que observaron la mayor contracción de su GDP (otras economías medianas y pequeñas de Europa observaron una contracción aún mayor). Si bien las estimaciones del 2010 muestran que la mayor parte de los países de la Unión Europea salió de la recesión económica, la recuperación en la mayoría de las economías ha sido débil, al tiempo que la crisis fiscal pone bajo riesgo la continuidad del crecimiento económico. La debilidad del euro, producto de la crisis que afecta a la Eurozona, tiene una capacidad limitada de impulsar el crecimiento de los países que la componen en vistas de que el comercio mundial aún se encuentra golpeado por el contexto recesivo.

#### Crecimiento del PBI

País	2007	2008	2009	2010*
Francia	2,3	0,3	-2,2	1,6
Alemania	2,5	1,2	-5,0	3,3
Grecia	4,5	2,0	-2,0	-4,0
Italia	1,5	-1,3	-5,0	1,0
Portugal	1,9	0,0	-2,7	1,1
España	3,6	0,9	-3,6	-0,3
Reino Unido	2,6	0,5	-4,9	1,7

\*Estimado

Fuente: FMI

En materia fiscal, las principales economías de la UE no han cumplido con el límite del 3% establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, tal como se observa en el cuadro inferior. Esta situación está generando presiones para que los países implementen fuertes medidas de ajuste fiscal para así adecuarse al límite del 3% en los próximos años. La política fiscal contractiva que en estos momentos están implementando varias de las economías europeas, reduce las perspectivas de crecimiento económico, al tiempo de aumentar la tensión social.

En medio de los problemas fiscales que azota a toda Europa, Grecia y España han encendido la luz de alerta hacia finales de 2009, amenazando con provocar graves efectos desestabilizadores sobre el resto de las economías europeas. Grecia ha tenido que ser asistida, mientras que España estuvo al borde de necesitar ayuda. Portugal, Irlanda, Inglaterra e Italia, figuran en la lista de países europeos con problemas fiscales serios. La situación de la deuda pública, sumada a la problemática de la deuda privada, en Europa es de alto riesgo para la estabilidad económica del bloque y de la economía mundial, y para la supervivencia del Euro, que requiere de importantes ajustes de las cuentas públicas con impacto negativo sobre el crecimiento futuro. Esta solución atenta contra el nivel de vida de la población e incluso atenta contra la reactivación futura, por eso es resistida.

Una de las decisiones adoptadas hacia fines de mayo de 2010 por parte de las economías integrantes de la Unión Europea, ha sido el compromiso conjunto de reducción del déficit fiscal por unos 300.000 millones de euros entre 2011 y 2013, con el objetivo de llegar hacia finales de este período a un nivel de déficit fiscal inferior al 3%, en términos del PBI. Este disciplinamiento buscado es un intento por sostener al euro, seriamente amenazado por los problemas fiscales.

#### Balance Fiscal -en % del PBI-

<b>País</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010*</b>
Francia	-3,1	-3,2	-5,0	-5,0
Alemania	0,0	-0,5	-0,8	-3,1
Grecia	-5,1	-11,9	-15,7	-7,4
Italia	-2,5	-2,6	-3,9	-3,6
Portugal	-3,2	-3,5	-8,1	-6,1
España	-1,1	-5,0	-9,0	-7,5
Reino Unido	-2,9	-5,2	-8,3	-7,9

\*Estimado

Fuente: FMI

Por su parte, el Banco Central Europeo, entidad que postergó hasta último momento la decisión de iniciar el ciclo de tasas descendente, recortó en menos de un mes (entre los meses de octubre y noviembre de 2008), 100 puntos básicos su tasa de referencia, cuando en julio la había incrementado en un cuarto de punto ante las presiones inflacionarias. El BCE ha llevado su tasa de interés de referencia a un mínimo del 1%, nivel que mantiene desde mayo de 2009 y que muy probablemente se extienda durante todo el 2010. Pero no solamente ha realizado fuertes recortes en su tasa de interés de referencia sino que también ha implementado una política de

liquidez, impensada hasta hace poco tiempo atrás.

La última determinación del BCE fue aún más inesperada ya que, ante la crisis de Grecia, decidió comenzar a comprar deuda pública en los mercados financieros, de los países miembros de la eurozona. Estas medidas si bien han estado orientadas a evitar que las tensiones en los mercados monetarios derivasen en nuevos episodios de crisis, le restan credibilidad a la autoridad monetaria, poniendo incluso en peligro su independencia (establecida en el Tratado de Maastricht), lo cual puede implicar a futuro una inflación más elevada. En paralelo se produce el anuncio del plan de rescate de los PIIGS (Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España aquellos países con problemas fiscal), coordinado entre la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional, por 720.000 millones de euros.

A pesar de las últimas medidas, la recuperación de la actividad que había comenzado de forma muy gradual en el segundo semestre de 2009, se encuentra así en riesgo de sufrir una nueva recaída que no haría más que profundizar los problemas en la UE. La crisis, desde su estallido en el sistema financiero estadounidense, está generando grandes pérdidas en Europa, que aún son de difícil estimación dado que continúan existiendo grandes riesgos de enormes pérdidas por la crisis de la deuda.

### **Rusia, y su confianza en el ajuste**

Mientras tanto, Rusia debido a la fortaleza de sus fundamentales macroeconómicos, sus buenos indicadores fiscales y la falta de exposición a la crisis de sub-prime en los Estado Unidos, no recibió el impacto en una primera etapa, pero la incidencia negativa del canal real se hizo sentir en el ritmo de crecimiento económico, principalmente en 2009.

Por otra parte, la reversión del flujo de capital como consecuencia de la huida de inversiones a mercados de calidad, la debilidad del sistema bancario ruso -que tiene sus propios problemas de liquidez-, la caída en los precios del petróleo, y la consecuente erosión de la posición fiscal y externa, generó una situación de pánico que ha obligado al gobierno a tomar medidas masivas, hacia el tercer trimestre de 2009. El primer paquete fue anunciado el 1 de septiembre de 2008 con la intención de inyectar liquidez en el mercado financiero y reducir las tensiones.

Sin embargo, las condiciones de liquidez se mantuvieron ajustadas, lo que motivó un segundo paquete el 29 de septiembre y el 14 de octubre de 2008, más enfocado en resolver los problemas de riesgo sistémico del sector bancario con salvataje a varios bancos. En forma adicional, y para fortalecer la confianza de los tenedores de depósitos, se incrementaron los seguros de depósito a 700.000 rublos (unos US\$ 28.000). Finalmente, se anunció el compromiso de proveer financiación de largo plazo en deuda por 950.000 millones de rublos (US\$ 35.400 millones). La mayoría de este paquete de financiación se concentró en los bancos estatales - Sberbank, VTB y Rosselkhozbank-.

En lo referente a la política monetaria, el Banco Central de Rusia ha llevado a cabo una estrategia de estímulo económico a través de los recortes en la tasa de interés de

referencia. Mientras varios Bancos Centrales han estabilizado su tasa de interés de referencia, e incluso algunos ya han comenzado con el ciclo ascendente de las mismas para evitar presiones inflacionarias, el Banco Central de Rusia continúa con los recortes. El último recorte de la tasa de interés de referencia fue decidido en marzo de 2010, acumulando un recorte de 475 puntos básicos desde abril de 2009 (en 12 recortes consecutivos). La economía rusa, luego de diez años de crecimiento sostenido en donde el PBI observó una expansión anual promedio del 6,8%, observó en 2009 la peor caída en los últimos 15 años con una contracción del 7,9%. En los últimos meses de 2009, la economía rusa comenzó a mostrar signos de recuperación y en 2010 alcanzó una expansión del 4%.

### *América Latina*

Los países de América Latina al momento de la crisis, sostenían una estrategia basada en la acumulación de reservas como un modo de sobrellevar la situación mundial sin sufrir un fuerte impacto. Conjuntamente con la política de acumulación de reservas, en el período de precrisis, las economías latinoamericanas habían reducido su nivel de endeudamiento y algunos casos también, repactado obligaciones en mejores condiciones en términos de plazos y tasas, al tiempo que sistemas financieros de la región redujeron sensiblemente su exposición externa. Todo ello contribuyó a limitar el impacto de la crisis a través del canal financiero, canal que en episodios anteriores, ha derivado en profundas crisis financieras en los países de la región (Kacef, 2009).

Los buenos fundamentals macroeconómicos de la región, así como su dinámica de crecimiento, hicieron pensar en la posibilidad que las economías emergentes en general y las latinoamericanas en particular, pudieran evitar el impacto de la crisis, posibilidad que se conoció como la hipótesis del desacople. Según esta hipótesis los países emergentes, especialmente en el Este de Europa y Asia, pero también en América Latina, habían desarrollado en forma exitosa su propia economía y comercio-finanza intra-mercado hasta el extremo de que una caída de la actividad económica en los Estados Unidos o en Europa no alteraría sus patrones de desarrollo.

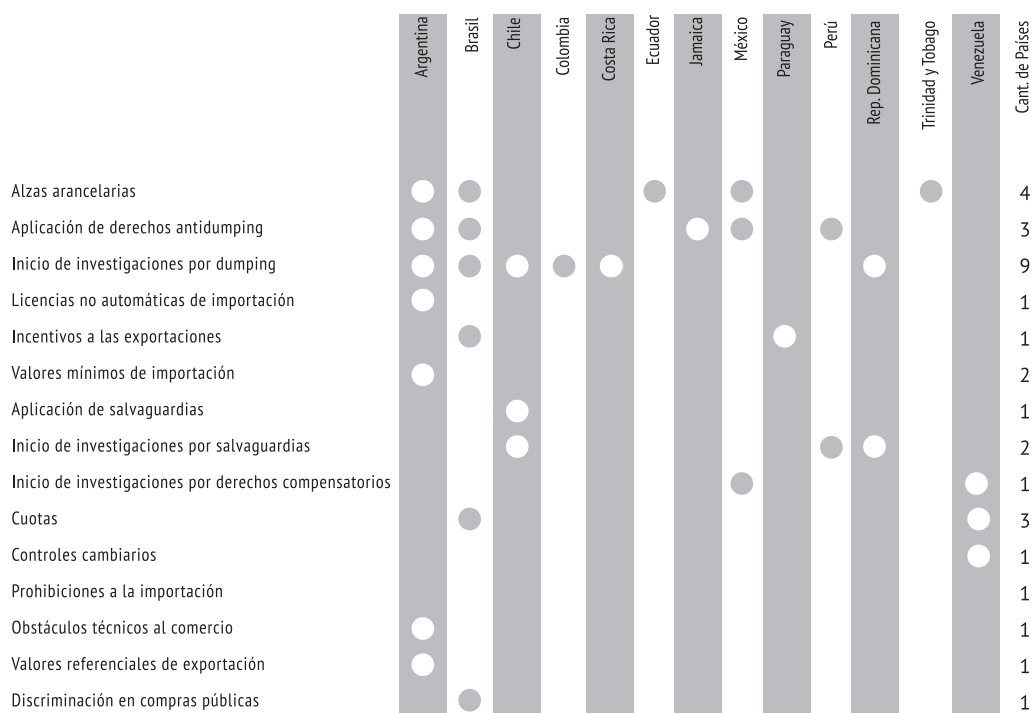
Pero la profundidad de la crisis, que golpeara con dureza al comercio mundial y a los mercados financieros, se transfirió hacia el mundo emergente a través de ambos canales (Blanchard et. Al., 2010), golpeando con mayor fuerza a través del canal real, llevando a casi todas las economías a caer en recesión, al menos, técnicamente. Latinoamérica sintió la caída del comercio mundial tanto a través de la reducción en los volúmenes exportados como así también en los precios, dado el protagonismo que los commodities tienen en el complejo exportador de varios de los países de la región (Kacef, 2009).

El impacto que la crisis ha tenido sobre las monedas de las economías emergentes ha obligado a los bancos centrales a intervenir en los mercados cambiarios utilizando parte de las reservas acumuladas para frenar la depreciación de las monedas. El impacto sobre las monedas de las economías emergentes fue a consecuencia del desarme de carteras por parte de los inversores en el marco de un proceso de salto

a la calidad (flight to quality) de activos situados en países emergentes hacia activos denominados en monedas de refugio (principalmente el dólar y también el yen). Esta situación se revirtió a partir del segundo trimestre de 2009 con el retorno de la calma en los mercados y un mayor apetito por el riesgo por parte de los inversores. Sin embargo, aún persiste la posibilidad de ocurrencia de nuevos escenarios de pánico que vuelvan a golpear a las monedas emergentes (los episodios observados hasta el momento, han sido de corta duración, por lo que no han afectado fuertemente a las monedas emergentes).

Las políticas anticíclicas que se implementaron en la mayoría de las economías latinoamericanas tienen varios elementos en común con un eje: una política monetaria que se flexibilizó a través de fuertes recortes en las tasas de interés de referencia apenas las presiones inflacionarias desaparecieron hacia el último trimestre del 2008, cuando la crisis se había metido de lleno en la economía real. Al mismo tiempo, las políticas fiscales de estímulo han sido una de las herramientas más utilizadas para intentar limitar el impacto de la crisis sobre el crecimiento económico y la generación de empleo. Las medidas arancelarias para proteger a la producción doméstica completan el modelo. En el cuadro inferior se presentan los tipos de medidas aplicados por las economías latinoamericanas adoptadas desde mediados de 2009 (Cepal 2010):

**América Latina y el Caribe: principales tipos de medidas potencial o efectivamente restrictivas del comercio, adaptadas o anunciadas entre julio de 2009 y mayo de 2010**



Fuente: comisión europea Sixth Report on Potentially Trade Restrictive Measures, Dirección General de Comercio, mayo de 2010; Center for Economic Policy Research. "Global Trade Alert" (En línea) <http://www.globaltradealert.org/> [Fecha de consulta: 19 de julio de 2010]; Chad Brown "Global Antidumping Database" (En línea) <http://www.econ.worldbank.org/abd/gad/> [fecha de consulta: 15 de julio de 2010]; Cliff Stevenson "Antidumping Publishing.com" (en línea) <http://www.antidumpingpublishing.com/> [fecha de consulta: 19 de julio de 2010]; y J. Durán, S. Herreros y G. Veliz, "Medidas de política comercial adoptadas por los países de América Latina para hacer frente a la crisis"; Opciones de política comercial para mitigar los impactos de la crisis internacional en América Latina: ¿Hay margen para el diseño de políticas regionales?, Red MERCOSUR 2010; M.J. Terra y J. Durán, Los impactos de la crisis internacional en América Latina ¿Hay margen para el diseño de políticas regionales?, Red MERCOSUR 2010.



Los resultados obtenidos hasta el momento, se vinculan principalmente a las características propias de estas economías en términos de su vulnerabilidad ante un shock externo negativo. En este sentido, economías como la de México (altamente dependiente del ciclo económico estadounidense), Venezuela (dependiente en extremo de la situación del sector petrolero), o Chile (cuyas ventas externas dependen en gran medida del cobre), han sufrido en mayor medida el impacto de la crisis que en el caso de Brasil, en donde la demanda interna ha logrado que la recesión finalice mucho antes de lo esperado y observa para 2010 un potencial de crecimiento probablemente superior al nivel de pre crisis. Argentina creció 0,85% debido a una estrategia similar a la de Brasil, aunque más intensa en términos de medidas fiscales y paraarancelarias.

La teoría del desacople fracasó porque los mercados emergentes (principalmente aquellos de Europa Central y del Este, pero también Brasil) siguen siendo altamente dependientes de los flujos de capitales exteriores para financiar el crecimiento de sus economías.

Por otro lado, la caída en la actividad económica en los países industrializados afectó la demanda internacional que ha beneficiado las exportaciones de los países emergentes, especialmente en aquellos exportadores de commodities. Al mismo tiempo, menos crecimiento económico en las economías industriales ha implicado menores niveles de asistencia extranjera bilateral.

Sin embargo, a pesar del no cumplimiento de la hipótesis del desacople, las economías emergentes están observando una interesante capacidad de recuperación, sostenida en parte por su demanda interna. Los casos más destacados en este sentido son China y Brasil. La economía latinoamericana logró un impactante crecimiento del 9,8% en el primer trimestre del año y ha experimentado una extraordinaria recuperación del empleo. En este sentido, las políticas macroeconómicas consistentes llevadas a cabo por las economías de la región en la precrisis (entre ellas la acumulación de reservas), han jugado un rol fundamental para protegerlas de un daño mayor (Frenkel & Rapetti, 2009). Es por ello que la demanda interna en los países de la región, conjuntamente con una aceleración de la inversión y el impulso adicional generado por la demanda de China y el resto de Asia, han hecho que el impacto de la crisis en la región, sea de corta duración (Cepal, 2010).

#### **4.2. Las perspectivas**

La crisis aún sigue desarrollándose y no habría que descartar que se produzcan nuevas fases de la misma. Los riesgos están enfocados por estos momentos en la situación en Europa, aunque no deberían descartarse nuevos focos de crisis en EEUU o en otros países. La situación de Japón por ejemplo, implica altos riesgos para la estabilidad.

Es en este sentido que a continuación se analizarán las perspectivas de las variables principales del contexto económico global

### **El crecimiento en manos de las economías emergentes:**

En la dinámica del crecimiento económico mundial, la recuperación del comercio internacional ha tenido un papel clave y ha sido impulsada desde las economías emergentes, particularmente de China y otros países asiáticos (Cepal, 2010). Este hecho y la situación de las principales fuerzas motoras del crecimiento global hasta la crisis, hacen prever una variación en la importancia de los diferentes componentes del crecimiento económico mundial así como también, una mayor incertidumbre sobre la fortaleza y estabilidad de los drivers de crecimiento.

El cambio en los principales impulsores del crecimiento global puede implicar una alteración en los efectos de dicho crecimiento sobre el resto de las economías. Así por ejemplo, en la dinámica que se observara en la economía estadounidense, -con un crecimiento apoyado en el consumo de las familias-, generaba un fuerte impulso en la demanda de bienes importables, lo que estimulaba el crecimiento de los principales socios comerciales de EEUU. Si este canal está limitado, el aumento del nivel de actividad deberá ser menor, a no ser que -vía aumentos de la productividad- gane terreno el canal externo, lo que mantiene las tasas de actividad y de intercambio pero con un equilibrio mundial más estable. En este sentido, está claro que el consumo de las familias norteamericanas no tendrá el vigor que supo tener en la precrisis, lo cual implicará el debilitamiento de uno de los impulsores del crecimiento no solo de la economía estadounidense, sino también, de la economía mundial (Krugman, 2008).

Si las mayores tasas de crecimiento se encuentran en las economías emergentes, el multiplicador a nivel mundial es menor, por la baja tasa de consumo e inversión de algunas de estas economías, los efectos sobre el resto de las economías son más limitados.

Y justamente, luego de la profundización de la crisis internacional, el panorama económico global ha quedado más claro ya que no se observa por estos momentos la disyuntiva entre crecimiento e inflación (con economías desacelerándose y precios en alza), en el que tuvieron que tomar decisiones las autoridades rectoras de la política monetaria hasta mediados del 2008 (con el BCE como principal ejemplo).

Por otra parte, según la visión de Cepal (2010), la marcada heterogeneidad en los ritmos de crecimiento, que son elevados en las economías emergentes y reducido en las industrializadas, conspira contra una recuperación más sostenible, lo cual puede afectar las perspectivas de crecimiento en Latinoamérica.

Las presiones inflacionarias, que se mantenían contenidas han comenzado a emerger, pero muchos bancos centrales han respondido con mucha mayor autonomía y poniendo en el centro de la escena el estímulo al crecimiento

En relación a ello, para Cepal, en el contexto global actual existen asincronías excesivas en la normalización monetaria dado que, mientras varias

economías emergentes, tal vez por motivos ideológicos, han iniciado la desactivación gradual de los paquetes de estímulo, elevando las tasas de interés, acentuando el diferencial de tasas con las economías industrializadas. Este aumento del diferencial de tasas produce que los flujos de capital hacia las economías emergentes se estén recuperando con fuerza luego de la drástica contracción de 2008 y 2009. El mayor flujo de capitales hacia las economías emergentes está acentuando los riesgos de sobrecalentamiento y las operaciones de carry-trade, que estimulan la gestación de burbujas de activos. Por otra parte, la presión a la apreciación cambiaria que los flujos de capitales generan hacia las monedas emergentes, atenta contra la competitividad de estas economías y su capacidad de diversificación de sus exportaciones. Tal es la preocupación que ha generado la problemática de los flujos de capitales que el FMI ha flexibilizado su postura al respecto, abriéndose a la posibilidad de establecer controles sobre el ingreso de capitales (FMI, 2010). Argentina se ha manejado con una lógica completamente diversa y no sufre estos efectos.

Para las economías desarrolladas, si bien los principales bancos centrales ya comenzaron a diagramar eventuales cambios en el sesgo de la política monetaria, en el marco de las discusiones sobre las estrategias de salida de las medidas tomadas ante la crisis, aún los riesgos de nuevos episodios de tensión, mantienen el suspenso acerca de cuándo comenzarán a aplicarse.

Del lado real, se espera que la economía estadounidense continúe con un mayor dinamismo respecto a Europa y Japón, se anticipa que la FED será la que lidere el inicio del ciclo ascendente de tasas. Esta expectativa no hace otra cosa que consolidar la fortaleza proyectada del dólar tanto frente al euro como frente a la libra esterlina y al yen.

Por otra parte, dado que los tipos de interés en las economías desarrolladas se mantendrán bajos durante un extenso período de tiempo, en los momentos en que los mercados se encuentran con una relativa calma, se estimula el flujo de capitales hacia los países emergentes.

Para el 2010 la mayor parte de las economías desarrolladas alcanzaron un crecimiento positivo de su PBI (el crecimiento para el PBI global se estimó en el 5% en 2010, según FMI). La recuperación del crecimiento económico, se espera que sea gradual en los próximos años. Sin embargo, la recuperación del crecimiento en las economías desarrolladas aún no se encuentra consolidada y está sujeta a serios riesgos de recaídas, debido a la frágil situación fiscal, de desempleo y del sistema financiero del mundo desarrollado.

En los Estados Unidos, la posibilidad de una recuperación con forma de W, ha disminuido bastante, aunque aún no puede descartarse del todo, en vista de los problemas fiscales del gobierno federal y los gobiernos subnacionales, sumados al alto desempleo y a los problemas de sectores claves para la economía estadounidense como lo son el sector automotriz, el inmobiliario y el financiero.

La situación en Europa preocupa y genera incertidumbre. A los problemas fiscales en varias economías se suma el elevado desempleo, los riesgos de co-

lapso del sistema financiero continental y del sector inmobiliario en Inglaterra y España, y las tensiones sociales emergentes. Aún resulta una incógnita saber cómo serán finalmente los paquetes de ajustes que aplicarán las economías en problemas (Grecia, Italia, España, Irlanda y Portugal, principalmente). Por lo pronto, los países de la UE han comprometido un ajuste fiscal por 300.000 millones de euros que tendrán indefectiblemente, un impacto negativo en el crecimiento económico en los próximos años. Lo que está claro, es que los programas de ajuste, con la receta del FMI, profundizarán el deterioro económico en Europa. Para colmo, el debilitamiento del euro (y de la libra para Gran Bretaña), en relación al resto de las principales divisas, no se aprovechará plenamente para crecer a través del sector externo debido a la debilidad de los principales socios comerciales del continente, en especial, por la debilidad de Estados Unidos.

Países y grupos de países	2007	2008	2009	2010*	2011**
<b>Crecimiento Económico</b>					
<b>PBI Mundial</b>	<b>5,0</b>	<b>1,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>
<b>Economías Desarrolladas</b>	<b>2,7</b>	<b>0,4</b>	<b>-3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>
Estados Unidos	2,0	0,4	-2,4	2,8	3,0
Eurozona	2,8	0,5	-4,0	1,8	1,5
Alemania	2,5	1,2	-5,0	3,6	2,2
Francia	2,3	0,3	-2,2	1,6	1,6
Italia	1,5	-1,3	-5,0	1,0	1,0
España	3,6	0,9	-3,6	-0,2	0,6
Grecia	4,5	2,0	-2,0	-4,0	-2,6
Portugal	1,9	0,0	-2,7	1,1	-0,1
Japón	2,4	-1,2	-5,2	2,8	1,5
Gran Bretaña	3,0	0,5	-4,9	1,7	2,0
Canadá	2,7	0,4	-2,6	3,1	2,7
<b>Economías Emergentes</b>	<b>10,3</b>	<b>8,8</b>	<b>5,4</b>	<b>7,1</b>	<b>6,5</b>
Asia Emergente	10,7	8,1	6,9	9,3	8,4
China	13,0	9,6	8,7	10,5	9,6
India	9,4	7,3	5,7	9,7	8,4
Europa Emergente	5,5	3,0	-3,7	4,2	3,6
Latinoamérica	5,7	4,3	-1,9	5,9	4,3
Brasil	6,1	5,1	-0,2	7,5	4,1
México	3,3	1,5	-6,5	5,0	3,9

\*Estimado

\*\*Proyectado

Fuente: FMI

Las perspectivas de crecimiento de Japón, en este contexto de incertidumbre para Europa y Estados Unidos son toda una incógnita, a pesar de la buena performance alcanzada en 2010 con una expansión estimada del 2,8% (IMF, 2010). La economía japonesa, altamente dependiente del crecimiento externo, deberá confiar su impulso a la capacidad de tracción de China, país que también buscará recuperar el sector externo como driver de crecimiento ante los riesgos de burbujas provocados por el fuerte impulso del crédito y la situación del sector inmobiliario en varios centros urbanos, producto de la política de estímulo de la demanda interna implementada por el gobierno chino desde fines de 2008.

Las economías emergentes por su parte, tendrán un mayor protagonismo en el crecimiento global, principalmente las asiáticas. En este nuevo escenario,

será clave el poder que pueda alcanzar la demanda interna en las economías emergentes. Producto de varios años de crecimiento sostenido que se ha traducido en una mejora en la situación socioeconómica de la población, se está observando un mayor dinamismo en la demanda doméstica en varias de ellas.

Para todo el 2011 se espera que China mantenga una vigorosa tasa de crecimiento que alcance al 9,6%, mientras que para la India se espera un crecimiento del 8,4%. En Latinoamérica, el 2010 fue un gran año para Brasil, que alcanzó una expansión estimada del 7,5%, aunque se espera que en 2011 se desacelere el crecimiento hasta el 4,1%. Argentina, que alcanzara un crecimiento estimado del 7,5% en 2010, tiene también buenas perspectivas y dado con un buen año en sectores claves puede alcanzar en 2011 una expansión del PBI del 4%.

Las balanzas comerciales de los países bajo estudio en 2010 observaron un nivel de intercambio que seguirá siendo menor al observado en la pre crisis. Las medidas para arancelarias aún son mantenidas por varios países, lo cual disminuye el comercio internacional por encima de lo que puede explicar la caída producida por el deterioro de la economía mundial, aunque su impacto no es de gran significación.

En el 2010, la balanza comercial estadounidense, mantuvo un elevado déficit que se incrementó respecto al observado en 2009. La recuperación de la actividad económica en EEUU se tradujo en una recuperación de las importaciones, mientras que la mejora en la economía mundial, le ha permitido aumentar sus ventas externas.

La mejora en la situación de la economía estadounidense es un dato muy positivo para sus principales socios comerciales, especialmente China, Japón y Alemania, aunque no se debe esperar una gran recuperación de la demanda externa estadounidense. Ante esto, la economía china, deberá continuar impulsando su crecimiento a través de la sustitución de la demanda externa por la demanda interna.

Japón logró una recuperación de la balanza comercial impulsada por mayores ventas hacia los EEUU y la región asiática (especialmente China). En Europa, la crisis que tiene atrapada a varias de sus economías, afectó la evolución de la balanza comercial del 2010. La mejora esperada en el saldo de balanza comercial en los países de la eurozona se explicó en parte por la depreciación del tipo de cambio producto de la sensible caída en el valor del euro.

A nivel bilateral entre Argentina y Brasil en 2010, el país ha visto incrementado su déficit producto principalmente de una fuerte mejora en la absorción interna, lo cual ha generado quejas por parte del sector industrial nacional. La posibilidad de una devaluación del tipo de cambio, para mejorar la competitividad, es una idea que está en la mente de varios sectores de la economía argentina. Esta alternativa, no es la aconsejada por Ortíz y Schorr (2009) en la coyuntura actual, ya que antes que impulsar el crecimiento derivando en un círculo virtuoso, provocará una caída en los salarios. Para estos autores, el contexto genera una oportunidad para la reindustrialización de Argentina, que esté asociada a una “nueva modalidad de inserción en el mercado mun-

dial y un fortalecimiento y una mayor articulación del entramado fabril doméstico” (Ortíz y Schorr, 2009). Este parece el camino, para lo cual, mantener el tipo de cambio competitivo sigue siendo prioritario.

***b) El nivel de precios de los commodities***

La evolución de los precios de los commodities puede ser explicada por varios factores, algunos de los cuales dependen del tipo de commodity del que se trate. Por ejemplo, los precios de los commodities agrícolas dependen en el corto plazo de la situación de la oferta en función a la incidencia de las condiciones climáticas.

El impulso que los fundamentals le dan a las cotizaciones de los commodities es probablemente el componente más puro de la evolución que observan los mismos. Sin embargo, la incidencia de otros factores, como lo es la acción especulativa de los mercados de valores, alejan las cotizaciones de los valores apuntados por los fundamentals incrementando el riesgo futuro de fuertes ajustes que pueden implicar grandes pérdidas y posibles situaciones de crisis.

En este sentido, un escenario de mercados financieros más regulados resultaría beneficioso en limitar el comportamiento especulativo. El límite de la regulación financiera está en que ésta no ahogue el rol del sistema financiero como proveedor de financiamiento para el crecimiento económico. Así, una estructura regulatoria eficaz es aquella capaz de apuntar directamente a las acciones puramente especulativas de los mercados financieros.

Otro elemento a considerar en la dinámica de los precios de los commodities y que ha sido puesto en debate en estos momentos en que la supremacía del dólar está puesta en duda, es justamente, la moneda de cuenta con la que se valúan los mismos a nivel internacional. La volatilidad de la divisa líder global, observada en los últimos años, ha tenido efectos directos en la dinámica de las cotizaciones de los commodities, lo cual se ha trasladado al resto de las economías a través de presiones inflacionarias o volatilidad en los ingresos fiscales y en la rentabilidad de los sectores.

Más allá de los factores que posiblemente afecten de manera positiva los precios de los commodities (sequías para los commodities agrícolas y posibles reducciones en la producción de petróleo por parte de la OPEP), se puede esperar que los precios de los commodities continúen con una gradual recuperación sin alzas significativas.

Ello se sustenta en la gradual recuperación de la economía mundial que se viene observando y que apuntalará a la normalización en la demanda de commodities.

La evolución de los precios de los commodities para los próximos años, estará limitada por menores perspectivas de crecimiento y por una menor influencia del componente especulativo, que en medio de la crisis había disparado las cotizaciones.

En el caso de los commodities energéticos, la menor demanda esperada, derivada de un menor ritmo de crecimiento económico, permitirá el gradual

ajuste de la oferta sin que se produzcan saltos bruscos. Sin embargo, los conflictos sociales emergentes en países petroleros están generando presiones al alza del crudo y un escenario de mayor volatilidad.

En el caso de los commodities agrícolas, se ha observado en el último tiempo, un comportamiento ascendente de las cotizaciones que ha generado preocupación por sus posibles consecuencias inflacionarias. En el caso de los commodities minerales, la proyección de las cotizaciones está menos sujeta a factores como los que inciden en la cotización del barril de petróleo o los que afectan a los commodities agrícolas, aunque también sufren la acción especulativa del mercado.

***c) Una mayor revaluación del dólar y la posibilidad de un nuevo foco de crisis***

Para las economías cuya moneda es divisa internacional, la fortaleza de ésta es un objetivo deseado. Sin embargo, naturalmente, esto puede llevar a consecuencias negativas que superan los beneficios esperados. Esto se da cuando la economía presenta desequilibrios que no pueden ser totalmente subsanados mediante una mejora en su productividad. En el caso particular de la economía estadounidense, el fortalecimiento del dólar (por motivos de incertidumbre), si bien reafirma la vigencia que aún tiene como divisa internacional, atenta contra las perspectivas de recomposición de las cuentas externas, en momentos en que el sector público no puede controlar su desahorro. Esta situación es entonces claramente inestable y puede disparar nuevos episodios de crisis con epicentro en la economía estadounidense.

En efecto, si bien dentro de los objetivos reconocidos por el gobierno de Barack Obama la existencia de un dólar fuerte aparecía como uno de los objetivos a perseguir, la continuidad de su fortalecimiento en relación a las principales divisas puede entonces detonar un nuevo foco de crisis dentro de la economía estadounidense y hacia el resto de las economías.

A la hora de buscarle fundamentos propios al fortalecimiento relativo del dólar, la ya mencionada posible recuperación de la economía estadounidense de una manera más veloz que lo que pueda hacerlo el resto de las economías, es un elemento que ha favorecido en lo inmediato a la recuperación de la fortaleza del dólar. Probablemente en menor medida, la promesa de una mayor disciplina fiscal hecha en el inicio de su gestión por Obama, esté provocando cierta expectativa de concreción luego de superado el período de crisis, que además pueda verse reflejada en una posible mejora en la balanza comercial, todo lo cual contribuirá al fortalecimiento de los fundamentals de la economía estadounidense, lo que juega a favor del valor del dólar.

Probablemente la situación de debilidad del euro en un contexto en el que la economía de Europa en su conjunto atraviesa serias dificultades, con perspectivas de mantenerse en esta situación durante varios años a la luz de la fuerte necesidad de ajuste fiscal existente en prácticamente todas las economías, le agrega a la fortaleza del dólar, un componente inesperado y que puede poner en aprietos a la economía de los EEUU.

Con un dólar fuerte, la economía estadounidense difícilmente pueda alcanzar un salto en la productividad tal que le permita equilibrar sus cuentas externas, sino que por el contrario, se puede considerar como más probable un escenario en el que se agrave el rojo de las cuentas externas, máxime considerando la resistencia de China a permitir una mayor apreciación del yuan, en una actitud que probablemente haya quedado más firme luego que la experiencia del 2009, en la que el gobierno chino intentó sustituir el poder de la demanda externa por una mayor demanda interna para impulsar el crecimiento y que ha generado riesgos de burbujas. La apreciación cambiaría dificultará la recuperación del sector manufacturero estadounidense.

Por otra parte, la tan prometida disciplina fiscal por parte del gobierno de los EEUU, difícilmente pueda ser abordada en el corto plazo considerando que la economía se encuentra debilitada con una tasa de desempleo que se mantiene en niveles elevados y difícilmente se reduzca en el corto plazo (en enero de 2011 se ubicaba en el 9% de la PEA), por lo que la economía estadounidense seguirá padeciendo elevados déficits gemelos.

Este escenario de desequilibrio puede agravarse más en función de la dirección que tome la política monetaria. Se espera que la Reserva Federal de los Estados Unidos sea de los primeros bancos centrales en iniciar el ciclo ascendente de tasas ante las emergentes presiones inflacionarias. Esta expectativa, sumada a la fortaleza del dólar, puede provocar un influjo de capitales hacia la economía estadounidense, que si bien puede resultar positivo para acelerar la recuperación económica, puede actuar en mayor medida agravando los desequilibrios antes que se implementen las medidas correctivas.

Por otra parte, no hay que olvidar los restantes escenarios de fragilidad existentes en otros sectores de la economía estadounidense (sector automotriz, inmobiliario, sistema financiero), a los que las derivaciones de la situación del dólar puede afectarlos tanto de manera positiva como negativa.

Para el resto de las economías, probablemente la fortaleza del dólar no resulte una noticia tan buena como lo ha sido en el pasado. Es que si bien, alimenta sus expectativas de una mayor demanda de sus bienes y servicios por parte de los EEUU, lo cierto es que esta mayor demanda potencial está limitada por la debilidad económica estadounidense, mientras que al mismo tiempo, un dólar fuerte aumenta los riesgos de una crisis que tendría un fuerte impacto negativo.

#### ***d) El manejo de la liquidez, posibles burbujas y posibles presiones inflacionarias***

Si bien ha comenzado la recuperación económica en los países desarrollados, la misma es aún débil y estará sujeta a grandes riesgos, por lo menos, durante todo el 2011. Es en este sentido que el escenario más probable es la continuidad de un contexto de alta liquidez producto de la política de tasas de los principales Bancos Centrales que se mantendrán en sus mismos durante buena parte del presente año.



Probablemente, una vez superados, al menos parcialmente, los problemas en Europa y afianzada la recuperación económica, será interesante analizar cómo se producirá el inicio del ciclo ascendente de tasas. En este sentido, los banqueros centrales se enfrentarán ante la necesidad de realizar fuertes incrementos en las tasas de interés para mantener bajo control las presiones y expectativas inflacionarias y ante el riesgo de nuevas burbujas, condicionado esto a no producir efectos negativos en la recuperación económica, pero hoy estarán sometidos más que nunca a la presión por no desatender la cuestión del crecimiento y de los indicadores de empleo y sociales. Esta dicotomía podría resolverse con una nueva regulación de los mercados financieros, pero no se ha avanzado mucho en ese sentido, tema que se retoma más adelante.

#### *e) Los flujos de capitales hacia Latinoamérica*

La performance desapareja de los bloques regionales en materia de crecimiento económico que se está observando, conjuntamente con la dinámica diferencial de las políticas monetarias entre las economías emergentes y desarrolladas, está impactando en los flujos internacionales de capitales.

La fortaleza demostrada de regiones como Latinoamérica, así como sus buenas perspectivas de desarrollo futuro, están incentivando la llegada de un mayor flujo de capitales. En este sentido, vale remarcar la cierta irracionalidad que observan los flujos de capitales internacionales que no reparan en las consecuencias que producen cuando arriban en exceso a mercados que no poseen la capacidad para absorberlos, haciendo que los valores de los activos financieros de estas economías, se alejen de los niveles acordes a sus fundamentals.

El contexto de liquidez producto de la política monetaria llevada adelante por los banqueros centrales de las economías desarrolladas, intensificará el flujo de capitales hacia las economías emergentes en general y hacia Latinoamérica en particular, en cuanto se disipen los riesgos de crisis en el mundo desarrollado.

Los bancos centrales de las economías latinoamericanas, debido a la recuperación que éstas observan, están liderando el ciclo ascendente de tasas. La expectativa de continuidad de este comportamiento para los inversores internacionales, actúa como un estímulo adicional a las buenas perspectivas que tienen la mayoría de estas economías.

El exceso de influjo de capitales puede tener efectos desestabilizadores, ya que, como se mencionara anteriormente, además de presionar a la apreciación cambiaria, que les quita competitividad a las economías, puede derivar en la generación de burbujas en el precio de los activos.

La generación de burbujas es un riesgo concreto máxime considerando el tamaño relativo de los mercados de capitales latinoamericanos como para absorber los grandes flujos de capitales que pueden llegar a la región.

El riesgo de atraso cambiario y las posibles burbujas en los precios de los activos, pueden interrumpir este proceso de crecimiento y desarrollo que han

iniciado las economías de la región y que ya ha sido interrumpido una vez por los efectos de la crisis.

En relación a los efectos nocivos que pueden generar sobre la estabilidad económica, los fuertes flujos de capitales, Frenkel y Rapetti (2009), consideran necesario que se incluya dentro de los estructuras de prevención de crisis globales, normas que ayuden a suavizarlos así como también, instituciones y mecanismos internacionales que ayuden a compensar la salida de capitales privados. Por lo pronto, las economías latinoamericanas, no la argentina, enfrentan los riesgos de la volatilidad de los flujos internacionales de capitales mediante la política de acumulación de reservas internacionales y la implementación en algunos países de controles al ingreso y egreso de dichos flujos.

#### **f) La nueva regulación financiera internacional**

Una de las principales enseñanzas de la crisis originada en el mercado de hipotecas subprime es que la auto-regulación de los mercados financieros se ha revelado una falacia (Arceo, Golonbek & Kupelian, 2009). La búsqueda sin límites por una mayor rentabilidad, lleva a los mercados financieros a incurrir de manera casi irremediable en excesos que de no ser impedidos por la estructura regulatoria, pueden derivar en crisis como la presente.

La regulación financiera debe tener la capacidad suficiente para limitar los riesgos sin que ello termine por coartar las funciones del sistema financiero. Una estructura regulatoria que limite en exceso la intermediación financiera termina generando mayores costos a través de un menor crecimiento y una mayor vulnerabilidad económica (debido a que las empresas ven debilitada su capacidad financiera ante situaciones adversas). En la actualidad, con un sistema financiero globalizado y en donde la innovación financiera se ve incrementada, resulta tanto o más importante que las estructuras regulatorias tengan capacidad suficiente para identificar los nuevos riesgos emergentes y actuar en consecuencia. Estos objetivos requerirían de una coordinación internacional que aún parece poco probable.

La nueva regulación del sistema financiero internacional, aún deberá esperar en salir a la luz. A los grandes debates en los que se encuentra sometida, tanto en su propuesta global, como en los proyectos llevados adelante en los diferentes países, se le suma la presión política y el lobby de los grandes conglomerados financieros por demorarla y limitarla en su intensidad.

Por estos momentos, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea sigue trabajando en la agenda de propuestas impulsada por los países del G-20 a principios de 2009, las cuales están destinadas a reformular el marco regulatorio de la actividad de intermediación financiera a nivel internacional. En junio de 2010 se ha celebrado una nueva reunión del G-20 y hasta ese momento, no se habían concretado ninguna de las iniciativas postuladas en la reunión de abril de 2009. Tampoco se han logrado grandes avances en la reunión de febrero de 2011. Las iniciativas sobre las que se encuentra trabajando el Co-

mité, están actualmente en una etapa de consulta y se orientan a fortalecer la solvencia y la liquidez de las entidades financieras. Por lo pronto, el Comité ha emitido un documento de consulta con propuestas para lograr un mejor monitoreo y cuantificación del riesgo de liquidez de las entidades financieras a nivel internacional, combinando dos enfoques para abordar los problemas de liquidez tanto de corto plazo como de horizontes más largos.

Debe tenerse en cuenta que la nueva regulación que se viene desde el Comité de Basilea es limitada, apunta a lograr una mejora sustancial en la calidad del capital regulatorio que deberán conformar las instituciones financieras (se propicia el fortaleciendo del segmento del capital que mejor puede absorber pérdidas). Se buscará una mayor cobertura de riesgos y pone atención en la regulación de derivados. En la nueva regulación se proponen mayores requerimientos de capital que incentiven la migración de operaciones OTC (over the counter) hacia mercados organizados con contraparte central (clave para poder limitar los riesgos y la amplitud de la volatilidad de los mercados financieros). También se apunta a lograr que el sistema financiero deje de ser amplificador de los ciclos. Este objetivo se cumplirá a través de medidas que impulsen la construcción de buffers de capital en los períodos ascendentes del ciclo (generados con una proporción de las ganancias obtenidas en épocas de desempeño positivo). En esta propuesta, el Fondo Monetario Internacional (IMF) asume un rol más activo en la supervisión de los riesgos globales.

En lo referente a los proyectos de reforma impulsados en las economías desarrolladas, aún no se ha logrado llegar a reformas concretas, aunque la regulación estadounidense está por salir a la luz. En este sentido, a fines de junio de 2010, el Senado y la Cámara de representantes de los EEUU aprobaron, luego de mucho debate y negociaciones, el texto definitivo de la mayor reforma del sistema financiero desde la década de 1930, que establece una nueva estructura regulatoria y de supervisión, se contempla la creación de un Consejo Único de Reguladores y además se confiere a la Reserva Federal nuevas atribuciones. El texto de la nueva regulación del sistema financiero estadounidense le da la potestad al gobierno para intervenir grandes instituciones al borde de la bancarrota y la capacidad de regular a las agencias de calificación de crédito para evitar conflictos de intereses. También introduce regulaciones al mercado de derivados, a la operatoria que las entidades financieras puedan realizar con derivados, a los Fondos Común de Inversión de alto riesgo con capital por más de US\$ 100.000 millones, además de establecer requisitos más estrictos para la integración del capital. La reforma de la regulación del sistema financiero estadounidense prometía acabar con los conglomerados financieros, pero en cambio, sólo impide la creación de nuevos gigantes sin disponer la disolución de los actuales que siguen generando riesgos para el sistema financiero.

En Europa, la Unión Europea se ha comprometido a reformar las reglas del sistema financiero, en línea con los principios acordados por el G-20, cambiando el actual modelo de regulación para crear un sistema más centralizado y transparente que tome en cuenta todos los tipos de instituciones e instru-

mentos financieros. En relación al proyecto sobre el que está trabajando la UE, éste coincide en gran parte con la ley aprobada en los Estados Unidos.

Pasando a las iniciativas de los países europeos, desde Alemania y con el apoyo de Francia y Gran Bretaña, se impulsa la creación de un impuesto a la banca que sirva para la creación de un fondo anticrisis, para futuros episodios, en donde las entidades que asuman los mayores riesgos sean las que más deban aportar a dicho fondo. Esta iniciativa es resistida por el BCE que teme un impacto negativo en el corto plazo sobre el crédito que afecte la recuperación económica. Desde la CE ya se está trabajando para tener lista en el mes de julio, una propuesta sobre el funcionamiento de este fondo de rescate.

Estas mayores exigencias generales implicarán limitaciones al crecimiento que pueda alcanzar la intermediación financiera, lo cual implicará también, límites a los riesgos que el sistema asumirá, pero representa límites a la inversión productiva también.



## Conclusiones

Lo que se ha visto hasta aquí es que para entender la crisis, las estrategias seguidas y las perspectivas, se debe tener una hipótesis sobre el reparto de poder a nivel mundial y el rol de los países. En el presente documento, hemos trabajado con la idea de que no estamos ante el fin de la supremacía norteamericana en los asuntos internacionales, pero hay una pérdida de poder global y la aparición de restricciones importantes, tanto desde su actual estructura económica, como desde la situación geopolítica. Resulta prematuro hablar de multipolarismo. En todo caso, el sistema internacional ha ingresado en una etapa de redefinición que estará caracterizada por un mayor nivel de iniciativa autónoma de las entidades estatales, sólo que como un fenómeno aún fuertemente condicionado por los Estados Unidos.

La vigencia de los EEUU se asienta aún en el nivel de complejidad de su estructura económica y productiva nacional (que incluye la vigencia del dólar, pero como un elemento explicado y no explicativo) y en su capacidad político-militar para gestionar la influencia internacional. La sociedad que hasta ahora ha constituido con China le permite afianzar su rol, pero genera dudas sobre el futuro.

Por su parte Europa, que hasta no hace mucho tiempo atrás aparecía como el principal bloque económico que podía pelearle el liderazgo mundial a los EEUU, está en crisis. La posibilidad de la desaparición del euro y una nueva reconfiguración del bloque de países líderes de Europa, son aspectos que no pueden ser dejados de lado a la hora de analizar las derivaciones de la crisis, aunque las probabilidades de ocurrencia sean bajas.

En segundo lugar, debe decirse que la crisis financiera ha asestado un duro golpe a la eficacia de las instancias multilaterales vigentes para lidiar con los asuntos internacionales, aquellas que habían permitido realizar ordenadamente la salida de la II Guerra Mundial. Como consecuencia de la falta de reforma en los principales organismos de gestión internacional, se ha producido un fenómeno de desarticulación entre el poder internacional real y las

actuales formas institucionales de gestión internacional. Sobre esta desarticulación entre lo real y lo institucional, cada país tenderá a resolver sus problemas individualmente y en función de las alternativas disponibles, siempre de acuerdo a sus capacidades y restricciones.

En esa transmisión es importante entender la alianza que se va tejiendo entre la necesidad interna de aumentar el consumo y el financiamiento de los EEUU y la de aumentar su producción en China, eso explica en buena medida el crecimiento económico mundial del período 2003-2007 a tasas tan altas y generando los grandes desequilibrios que han ido disparando los distintos episodios de tensión, iniciados en el mercado de hipotecas subprime. El mismo fenómeno explica la guerra de divisas.

El contexto global de alta liquidez que permitió la generación de burbujas en los precios de los activos financieros y en el sector inmobiliario en varias economías desarrolladas, se extendió más de lo debido, y ello, conjuntamente con los graves problemas regulatorios de los sistemas financieros, explican los riesgos excesivos que han llevado al colapso al sistema financiero internacional.

Los altos precios de los commodities también explicado por el mismo fenómeno expansivo, sobre todo en su componente especulativo, derivan en un aumento de los patrimonios privados y públicos que desaparecen cuando los precios se vuelven realistas, a su vez mientras subsisten altos, generan presiones inflacionarias complejas al interior de cada economía.

Por otra parte, para los países oferentes de dichos commodities, el elevado precio de los mismos, ha derivado en un impulso ascendente del resultado de balanza comercial con un consecuente exceso de oferta de divisas en el mercado cambiario. Esta situación, si bien tiene su lógico punto de vista positivo, también tiene un aspecto negativo a considerar ya que presiona a la apreciación cambiaria que afecta negativamente la competitividad del resto de los sectores productores de bienes transables. Se puede ir generando una especialización no deseada.

Una vez desatada la crisis, surgió el principal dilema para los gobiernos nacionales: en teoría, la recesión genera la salida del mercado de actividades económicas ineficientes, lo cual y con la reactivación del ciclo, permite la relocalización de esos recursos en actividades más competitivas, con mejores desempeños tecnológicos, capacidades innovativas y modelos de negocio. Sin embargo, en la práctica, esa restructuración no es automática, a veces no se produce, lo que conlleva ingentes costos sociales y políticos. Además, de la experiencia de las crisis financieras en las economías emergentes, estas situaciones llevan a un empeoramiento tanto del balance de pagos como de las cuentas fiscales, que se exacerban con la aplicación de las políticas de ajustes ortodoxas. Los gobiernos han intentado definir un equilibrio razonable entre las tendencias destructoras del mercado y la fuerte intervención de la actividad gubernamental necesaria para salir de la coyuntura. Las intervenciones sistémicas fueron y son importantes, para limitar las caídas de los PBI, que

fueron fuertes pero de rápida recuperación, al menos hasta ahora. Se espera que la economía estadounidense alcance un mayor dinamismo respecto a Europa y Japón; se anticipa que la Fed será la que lidere el inicio del ciclo ascendente de tasas.

Mirando hacia la actuación de los gobiernos latinoamericanos, las políticas anticíclicas que se implementaron en la mayoría de las economías de la región tienen varios elementos en común con un eje: una política monetaria que se flexibilizó a través de fuertes recortes en las tasas de interés de referencia apenas las presiones inflacionarias desaparecieron hacia el último trimestre del 2008, cuando la crisis se había metido de lleno en la economía real. Al mismo tiempo, las políticas fiscales de estímulo han sido una de las herramientas más utilizadas para intentar limitar el impacto de la crisis sobre el crecimiento económico y la generación de empleo. Las medidas para arancelarias para proteger a la producción doméstica completan el modelo.

Por eso, a pesar del no cumplimiento de la hipótesis de desacople, las economías emergentes están observando una interesante capacidad de recuperación, sostenida en parte, por su demanda interna. Los casos más destacados en este sentido son China y Brasil. La economía latinoamericana logró un impactante crecimiento del 9,8% en el primer trimestre del año (se espera un 4% para todo el período) y ha experimentado una extraordinaria recuperación del empleo.

En relación al futuro, el nuevo contexto internacional no está libre de riesgos. Estos riesgos son múltiples y se encuentran diseminados no solamente en todo el mundo desarrollado, sino también, comienzan a aparecer en economías emergentes de la mano de potenciales burbujas en los precios de los activos. La discusión inicial sobre la profundidad de las reformas ha quedado atrás y sólo se esperan tibias nuevas regulaciones.

En este nuevo mundo, los flujos de capitales probablemente observen un comportamiento más errático, el cual resultará peligroso principalmente para las economías emergentes, que cuentan con mercados financieros más pequeños y en los cuales, pequeñas magnitudes de capitales pueden provocar movimientos bruscos en los valores de sus activos financieros. El camino de la Argentina, intentando sostener el ritmo de crecimiento, generando ahorro propio, es difícil pero se ha demostrado virtuoso.





## Anexos

### 2.1 Economía internacional: síntesis de proyecciones

#### Proyecciones Económicas / Economía Mundial

Países y grupos de países	2007	2008	2009	2010	2011*
Crecimiento económico					
PBI Mundial	5	1,8	-0,6	5	4,4
Economías desarrolladas	2,7	0,4	-3,3	3	2,5
Estados Unidos	2	0,4	-2,6	2,8	3
Eurozona	2,8	0,5	-4,1	1,8	1,5
Alemania	2,5	1,2	-4,7	3,6	2,2
Francia	2,3	0,3	-2,5	1,6	1,6
Italia	1,5	-1,3	-5	1	1
España	3,6	0,9	-3,7	-0,2	0,6
Grecia	4,5	2	-2	-4	-2,6
Portugal	1,9	0	-2,7	1,1	-0,1
Japón	2,4	-1,2	-5,2	2,8	1,5
Gran Bretaña	3	0,5	-4,9	1,7	2
Canadá	2,7	0,4	-2,6	3,1	2,7
Economías emergentes	10,3	8,8	2,6	7,1	6,5
Asia emergente	10,7	8,1	7	9,3	8,4
China	13	9,6	8,7	10,5	9,6
India	9,4	7,3	5,7	9,7	8,4
Europa emergente	5,5	3	-3,7	4,2	3,6
Latinoamérica	5,7	4,3	-1,9	5,9	4,3
Brasil	6,1	5,1	-0,2	7,5	4,1
México	3,3	1,5	6,5	5	3,9
Precios de los commodities					
Petróleo (W TI)	91,4	41,4	74,7	91	105
Soja (US\$ por TN)	425,3	320,7	379,1	505	485
Trigo (US\$ por TN)	341,3	200,3	199,2	315,3	298
Maíz (US\$ por TN)	165,2	142,4	154,5	260,4	240

## Tipos de cambio

US\$/Euro	1,46	1,39	1,43	1,34	1,45
Yen/US\$	112,31	90	92	81,18	80,1
US\$/Libra Esterlina	2,02	1,48	1,62	1,56	1,5
Yuan/US\$	7,37	6,85	6,83	6,61	6,51
Real/US\$	1,78	2,34	1,74	1,66	1,65

## Tasa de interés de Política Monetaria (Fin de período)

EE.UU. (Fed)	4,25	0,25	0,25	0,25	0,5
Eurozona (BCE)	4	2,5	1	1	1,5
Inglaterra (Bank of England)	5,5	2	0,5	0,5	0,75
Japón (Banco Central de Japón)	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1

## Balanza Comercial y Cuenta Corriente de EE.UU. (%PBI)

Balanza Comercial	5,1	-4,8	-2,7	-2,7	-2,3
Balanza de Cuenta Corriente	-5,16	-4,89	-2,7	-3,19	-2,64

## Deuda Pública Bruta EE.UU.

En términos del PBI	62,08	70,56	83,21	92,72	99,3
---------------------	-------	-------	-------	-------	------

## Resultado Fiscal (% PBI)

EE.UU.	-2,89	-5,39	-10	-9,1	-8,5
Inglaterra	-2,94	-5,63	-8,27	-7,93	-6,21
Unión Europea	-0,58	-1,97	-6,3	-4,8	-3,75
Japón	-2,52	-3,54	-7,33	-7,55	-7,18

\*Estimado / \*\*Proyectado / Fuente: FMI

## 2.2 Cronología de la crisis

Si bien la crisis se fue gestando a partir de la política monetaria laxa llevada adelante por la Reserva Federal de los EEUU, en momentos en que era comandada por Alan Greenspan, los hechos concretos que desataron la crisis en el mercado de hipotecas subprime se desencadenaron a principios del 2007 (más allá de episodios registrados con anterioridad). A continuación se expone una cronología del desarrollo de la crisis hasta la actualidad.

08/03/2007: Una de los mayores empresas constructoras de EEUU, D.R. Horton, advierte que sufrirá grandes pérdidas debido a la caída del mercado de hipotecas subprime. A principios de año da a conocer, además, que las ventas de nuevas viviendas se redujeron un 28% durante su primer trimestre fiscal.

14/03/2007: La Asociación de Bancos Hipotecarios revela que el número de impagos en el sector hipotecario en EEUU (unos seis millones de contratos por US\$ 600.000 millones) alcanza su punto más alto en siete años.

27/03/2007: Los precios de la vivienda registran su primera caída interanual desde 1996.

02/04/2007: La entidad financiera estadounidense New Century Financial Corporation, especializada en hipotecas de alto riesgo, presenta un pedido de protección por bancarota. La firma es la mayor de más de una veintena de compañías similares que han venido experimentando dificultades en los últimos meses, lo que ha aumentado las especulaciones sobre la estabilidad del mercado inmobiliario en Estados Unidos.

18/04/2007: Citigroup, uno de los principales bancos de EEUU, reconoce pérdidas por más de US\$ 5.000 millones en el primer trimestre del año.

21/05/2007: Comienzan las luces rojas. De acuerdo a las declaraciones de un grupo de profesionales en materia económica, la desaceleración en el mercado de viviendas de EEUU afectará la economía real. Por su parte, la Asociación Nacional de Economistas de Negocios (NABE), reduce sus previsiones de crecimiento para el año 2007 de 2,8% a 2,3%.

18/07/2007: El banco de inversión estadounidense Bear Stearns admite que dos de sus "hedge funds" tienen escaso valor en el mercado. Anteriormente, dicho banco había salvado en junio a estos fondos que apostaron con fuerza en el mercado hipotecario de alto riesgo.

19/07/2007: El presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Ben Bernanke, pone en estado de alerta a los inversionistas tras asegurar que la crisis en el mercado de hipotecas subprime podría hacer descarrilar la economía estadounidense.

31/07/2007: Bear Stearns, uno de los bancos de inversiones más importantes en EEUU, comienza a mostrar los impactos de la crisis hipotecaria en EEUU. La entidad impide a sus clientes retirar dinero en efectivo de los hedge funds, argumentando que se ha visto desbordado por la gran cantidad de solicitudes de redención. De esta forma, Ese prestamista se convierte en el tercer hedge fund que solicita la protección de bancarrota.

01/08/2007: Por segunda vez en un mes, el secretario del Tesoro estadounidense, Henry Paulson, trata de calmar el pánico en los mercados asegurando que los problemas del sector hipotecario de alto riesgo en EEUU están contenidos. Bancos estadounidenses como Wells Fargo y Wachovia endurecen los requisitos para conceder préstamos tras comprobar que unas 70 firmas hipotecarias están en bancarrota.

03/08/2007: American Home Mortgage, el décimo banco hipotecario de EEUU, declara suspensión de pagos.

09/08/2007: El Banco Central Europeo hace su mayor intervención en el mercado monetario desde los ataques del 11 de septiembre de 2001, al volcar en el mercado US\$ 120.000 millones. La maniobra tuvo como objetivo calmar los temores de que la crisis provocase una reducción de los créditos en el continente europeo

10/08/2007: La Comisión de Valores de EEUU investiga las cuentas de las firmas que conforman Wall Street (Goldman Sachs, Merrill Lynch y Bear Stearns). Por su parte, Homebank declara la bancarrota.

13/08/2007: Los bancos centrales intentan calmar ánimos en sus mercados. La Reserva Federal de Estados Unidos inyecta US\$ 2.000 millones, poco después de que el Banco Central Europeo (BCE) hubiera desembolsado US\$ 65.000 millones adicionales y el Banco Central de Japón otros US\$ 5.000

21/08/2007: El número de las ejecuciones de viviendas en los EEUU aumenta en julio. Según la empresa Realty Trac, se produjo un salto del 93% en las inscripciones para las ejecuciones en comparación con el mismo mes del año anterior y un aumento del 9% con respecto al mes de junio.

31/08/2007: El presidente de EEUU, George W. Bush, intenta tranquilizar a inversores y entidades financieras. La crisis hipotecaria eleva el Euribor al 4,661%, el mayor nivel en los últimos siete años.

11/09/2007: Funcionarios estadounidenses tratan de calmar el pánico. Según señala el Secretario del Tesoro de EEUU, Henry Paulson, los prestamistas hipotecarios son los responsables de la crisis, por haber otorgado préstamos a personas con un historial de crédito pobre. En consecuencia, la recuperación será larga pero asegura que los fundamentos de la economía están fuertes y la perspectiva en general es positiva.

El Banco de Industria Alemán (IKB), uno de los primeros afectados en Europa por la crisis subprime, advierte que prevé pérdidas de US\$ 1.000 millones debido a su gran exposición a las hipotecas de alto riesgo de EEUU.

14/09/2007: La crisis financiera cruza el Atlántico y hace sentir sus efectos en el Reino Unido. El Banco de Inglaterra anuncia que, por primera vez desde la década de los 70, brindará apoyo financiero al banco Northern Rock, uno de los mayores prestamistas de dinero para hipotecas en ese país.

15/09/2007: Los clientes de Northern Rock abarrotan las sucursales de la entidad bancaria para retirar sus ahorros.

17/09/2007: El banco inversor estadounidense Merrill Lynch recorta la plantilla de su filial hipotecaria de alto riesgo.

18/09/2007: Por primera vez en cuatro años, la Reserva Federal de Estados Unidos redujo las tasas de interés en medio punto porcentual, en un intento por controlar el nerviosismo que ha ocasionado la crisis. Como consecuencia la tasa interbancaria diaria bajó al 4,75%, desde el 5,25%, y los mercados no tardaron en festejar la noticia con alzas en los principales índices bursátiles.

20/09/2007: Según declaraciones del presidente de la Reserva Federal estadounidense, Ben Bernanke, las pérdidas desatadas por la crisis del sector hipotecario de alto riesgo (subprime) en EEUU "han excedido hasta los cálculos más pesimistas".

01/10/2007: El banco suizo UBS, uno de los más grandes de Europa, informa que se verá obligado a hacer una depreciación de sus activos por US\$ 3.400 millones como consecuencia de los resultados adversos arrojados por sus inversiones en el mercado hipotecario estadounidense. Al mismo tiempo, anuncia la decisión de reemplazar a algunos de sus ejecutivos y recortar 1.500 puestos de trabajo.

05/10/2007: El banco de inversiones Merrill Lynch anuncia que tendrá que asumir una pérdida de US\$ 5.500 millones por igual motivo.

10/10/2007: El Fondo Monetario Internacional (FMI) advierte que en el año 2008 la economía mundial podría ver reducido su crecimiento de manera importante debido a las turbulencias en los mercados financieros.

16/10/2007: Adam Applegarth, presidente ejecutivo del Northern Rock, dimite por la crisis de la entidad. Su valor en Bolsa cae en dos meses de 3.000 a 500 millones de libras.

18/10/2007: La cotización del dólar vuelve a desplomarse a sus mínimos históricos contra el euro, ante renovados temores de una desaceleración en la economía

de EEUU. El desplome se produce luego de que el Bank of America, el segundo en envergadura de ese país, anunciara malos resultados en su tercer trimestre, atribuidos en gran parte a las crecientes pérdidas de los segmentos de crédito.

30/10/2007: El presidente de Merrill Lynch, Stan O'Neal, renuncia a su cargo después de que la compañía reconociera que su nivel de deudas incobrables alcanza los US\$ 7.900 millones y que poseen pérdidas que rondan los US\$ 5.000 millones en el tercer trimestre del año, su peor resultado desde 2001.

31/10/2007: La Reserva Federal de Estados Unidos, con el objetivo de tranquilizar el nerviosismo desatado por la crisis rebaja por segunda vez en el año la tasa de interés clave en un cuarto de punto porcentual, quedando en 4,5%.

05/11/2007: Citigroup anuncia una caída del 57% en sus beneficios trimestrales, propiciada por las pérdidas en el mercado de los préstamos de alto riesgo o subprime. El director de esta institución, Charles Prince, renuncia a su cargo.

09/11/2007: Wachovia, la cuarta institución financiera en importancia de EE.UU., se convierte en el más reciente de los bancos en hacer sonar la alarma al anunciar pérdidas por unos US\$ 1.100 millones en octubre.

12/11/2007: Los tres mayores bancos de EE.UU., Citigroup, Bank of America y JP Morgan Chase, acuerdan un plan para reactivar el mercado crediticio local, golpeado por la crisis en el sector hipotecario.

14/11/2007: El Banco de Inglaterra admite que la crisis hipotecaria en EEUU afectará el crecimiento en el Reino Unido.

27/11/2007: El precio de las viviendas en EEUU baja drásticamente en el tercer trimestre del año, ubicándose en el menor nivel de los últimos 21 años.

30/11/2007: El gasto en construcción estadounidense cae drásticamente en el mes de octubre, particularmente en el sector de viviendas residenciales.

06/12/2007: El presidente George W. Bush anuncia un plan para congelar la tasa de interés de determinadas hipotecas de alto riesgo en los próximos cinco años, con la esperanza de evitar que más personas pierdan su vivienda.

10/12/2007: En otro coletazo de la crisis, la Unión Bancaria Suiza, UBS, anuncia pérdidas por US\$ 10.000 millones en el valor de sus activos financieros. La entidad indicó que, en consecuencia, sus resultados trimestrales se verán afectados a la baja.

11/12/2007: Preocupada por la salud de la economía estadounidense, la Reserva Federal decidió bajar nuevamente las tasas de interés en un cuarto de punto porcentual para quedar en el 4,25%, con la esperanza de evitar que la crisis hipotecaria se propague a los demás sectores de la economía.

12/12/2007: La FED, el BCE y los bancos centrales de Inglaterra, Suiza y Canadá acuerdan un plan para afrontar la falta de liquidez en los mercados.

17/12/2007: El euríbor alcanza su valor máximo en los últimos 7 años, llegando al 4,9%. Esto acaba por afectar aun más a los consumidores que pagan préstamos con tasas de interés variables.

18/12/2007: Los bancos centrales de EEUU, la Unión Europea y el Reino Unido anuncian medidas para ayudar al sector bancario a hacer frente a la crisis crediticia mundial y a la subida del costo de los préstamos. Estas tres instituciones financieras, junto con el Banco Nacional Suizo y el Banco de Canadá, hacen público un plan que pretende inyectar US\$ 100.000 millones en fondos de emergencia.

19/12/2007: El banco de inversión Morgan Stanley reveló pérdidas de US\$ 9.000 millones, a la vez que anunció la venta del 10% de sus acciones al gobierno chino, como mecanismo para incrementar su liquidez. Inyección récord del Banco Central Europeo. La crisis se revela como crisis de confianza y el mercado interbancario prácticamente se cierra. A esta altura los bancos centrales se ven obligados a inyectar liquidez continuamente.

24/12/2007: Los principales bancos de EEUU y Europa, Citigroup y Merrill, y UBS y Barclays respectivamente, se ven severamente afectados por las pérdidas y empiezan a permitir la entrada a fondos asiáticos que aprovechan la crisis para comprar activos a precios excesivamente bajos.

04/01/2008: Según informa el Departamento de Trabajo de EEUU, en diciembre de 2007 el país registra la tasa de desempleo más alta de los últimos dos años, mientras que la creación de nuevos puestos laborales resulta menor a la prevista. Todo ello incrementa aún más las expectativas negativas de los mercados, ya que se teme una contracción de la mayor economía mundial.

07/01/2008: El presidente George W. Bush admite que la crisis hipotecaria puede afectar el crecimiento económico en 2008, pero el mandatario insiste en que los fundamentos de la economía están sólidos.

15/01/2008: El principal banco de Estados Unidos, Citigroup, registra una pérdida neta de más de US\$ 9.800 millones durante el último trimestre de 2007, y anuncia que colocaría más de US\$ 18.000 millones en la categoría de cuentas incobrables.

17/01/2008: El banco de inversión Merrill Lynch anuncia pérdidas netas al finalizar 2007 de US\$ 7.800 millones, las cuales se encuentran vinculadas al mercado hipotecario de EEUU.

18/01/2008: El Presidente Bush propone un plan de salvataje de US\$ 145.000 millones con el fin de reactivar la economía.

21/01/2008: Las bolsas en el mundo entero entran en pánico y los mercados registran sus peores pérdidas desde el 11 de septiembre de 2001.

22/01/2008: La Reserva Federal recorta las tasas de interés en medio punto porcentual para dejarlas al 3,5%. Ésta es la mayor disminución individual en 25 años.

24/01/2008: La Societe Generale anuncia que un empleado ha provocado pérdi-



das por 5.000 millones de euros y da pistas sobre la verdadera profundidad que tiene la crisis. Francia ya es otro de los afectados.

29/01/2008: El Buró Federal de Investigaciones de Estados Unidos (FBI) investiga a 14 compañías enredadas en la crisis de las hipotecas sub-prime, como parte de una ofensiva contra prácticas inapropiadas en la oferta de crédito al público.

El FMI reconoce que las turbulencias financieras afectarán duramente a la economía real y rebaja 0,8 décimas la previsión de crecimiento mundial.

30/01/2008: La Reserva Federal reduce su tasa clave de interés de 3,5% a 3%. Esta es la segunda baja en nueve días.

06/02/2008: Las acciones en Wall Street sufren sus peores pérdidas en casi un año, después que se diera a conocer que la actividad en el sector de los servicios clave de EEUU disminuyó inesperadamente en enero. El temor de que la peor recesión en el sector inmobiliario en EEUU en 25 años se contagie al resto de la economía está debilitando el mercado.

10/02/2008: Los ministros de Finanzas y autoridades responsables de los bancos centrales de los países que componen el G-7, Grupo de los Siete países más industrializados del mundo, advierten sobre el empeoramiento de la situación. Las pérdidas ocasionadas por la crisis hipotecaria pueden alcanzar los US\$ 400.000 millones.

13/02/2008: Según la FSA, las pérdidas sufridas por las empresas financieras japonesas se han duplicado en los últimos tres meses de 2007.

17/02/2008: El Gobierno británico nacionaliza el Northern Rock.

06/03/2008: La crisis se extiende. Después de sobrevivir buena parte de la crisis financiera sin muchos sobresaltos, los fondos de cobertura y otros inversionistas están enfrentando una nueva amenaza: los bancos que les otorgan financiamiento están solicitando la cancelación de préstamos.

07/03/2008: El Congreso de los EEUU investiga por qué los directores de los bancos que tuvieron que renunciar a sus cargos debido a las fuertes pérdidas sufridas por la crisis recibieron millonarias compensaciones. La Fed inyecta US\$ 100.000 millones en el mercado.

11/03/2008: la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo y los bancos centrales del Reino Unido, Canadá y Suiza realizan otro intento coordinado para aliviar las condiciones en los mercados de crédito, mediante una inyección de liquidez que alcanza los US\$ 200.000 millones.

17/03/2008: Las cotizaciones accionarias caen a nivel mundial ante la noticia de que el Bear Stearns Fue adquirido por JP Morgan Chase en US\$ 240 millones.

18/03/2008: Los bancos de inversión Goldman Sachs y Lehman Brothers revelan que sus beneficios se han reducido a la mitad por la escasez de crédito durante

el primer trimestre. Pese a todo, los resultados no son tan desastrosos como se esperaban, por lo que el mercado reacciona positivamente. La Fed, por su parte, reduce la tasa de interés un 0,75% y la tasa de redescuento al 2,5%.

01/04/2008: UBS, el mayor banco de Suiza, anuncia pérdidas de 7.740 millones de euros.

06/04/2008: El director del Fondo Monetario Internacional, Dominique Strauss-Kahn, afirma que se requiere la intervención gubernamental a nivel global para mitigar crisis. Según argumenta, la misma ha adquirido carácter mundial, e incluso podría afectar también a países en desarrollo como China e India.

08/04/2008: El FMI calcula que las pérdidas generadas por la crisis ascienden a 600.000 millones de euros. El BCE adjudica US\$ 15.000 millones y la FED otros US\$ 50.000 millones en una operación conjunta.

22/04/2008: Mínimo histórico del Dólar. El billete verde cae a su nivel más bajo frente a la moneda europea. 1 euro = 1,6018 dólares. Buen momento para ir de compras a EEUU pero mal momento internacional para las exportaciones.

25/04/2008: Máximo precio del petróleo. El barril Brent se paga a €117,56.

15/05/2008: Barclays, el tercer banco del Reino Unido, anuncia una caída de su beneficio tras sufrir una depreciación de sus activos de 1.006 millones de libras.

22/05/2008: El banco suizo UBS, uno de los más afectados por la crisis crediticia, lanza una emisión de derechos preferentes por US\$ 15.500 millones, con el objetivo de cubrir, al menos en parte, los US\$ 37.000 millones declarados como pérdidas por la tenencia de activos ligados a deudas hipotecarias estadounidenses.

19/06/2008: Se inician dos grandes investigaciones sobre la crisis subprime en EEUU, que se espera puedan restablecer la confianza en los mercados financieros.

La Oficina Federal de Investigaciones de Estados Unidos (FBI) arresta a 406 personas, incluidos corredores de bolsa y promotores inmobiliarios supuestamente involucrados en un fraude hipotecario de US\$ 1.000 millones.

Por otra parte, dos miembros del banco Bear Stearns se enfrentan a acusaciones criminales relacionadas con el colapso de dos fondos de inversiones subprime. Se los acusa de conocer y no informar a los inversores sobre los problemas de los fondos, provocando que incurrieran en pérdidas de US\$ 1.400 millones.

09/07/2008: Freddie Mac y Fannie Mae acumulan caídas anuales cercanas al 70%. Dos días más tarde las compañías se desploman tras perder sus acciones el 50% de su valor.

13/07/2008: Indy-Mac, uno de los principales bancos hipotecarios de EEUU, es intervenido por el Gobierno ante el temor de que la entidad no pueda afrontar el retiro masivo de fondos por parte de sus inversores. Se trata del segundo banco

más importante de la historia de EEUU que se derrumba. Durante los once días anteriores, los retiros ascendieron a US\$ 1.000 millones.

15/07/2008: Las autoridades intervienen para salvar a dos de las entidades financieras más importantes de EEUU, Fannie Mae y Freddie Mac. La deuda conjunta contraída por las entidades asciende a US\$ 5 trillones, lo que representa aproximadamente el 50% del total de la deuda de todo el sistema financiero.

17/07/2008: Merrill Lynch anuncia pérdidas de US\$ 6.603 millones en el primer semestre.

22/07/2008: El banco Washington Mutual, uno de los mayores prestamistas de EEUU, anuncia pérdidas de US\$ 4.466 millones en el primer trimestre.

26/07/2008: El Congreso de EEUU aprueba salvatajes al sector hipotecario por US\$ 3.900 millones.

05/08/2008: La Fed mantiene el tipo de interés al 2%. El grupo francés Société Générale anuncia una caída del 63% en el primer semestre y rebaja el valor de su cartera de activos.

06/08/2008: Freddie Mac anuncia pérdidas de US\$ 972 millones en el primer semestre.

14/08/2008: Se anuncia que las economías de los 15 países de la eurozona se contrajeron un 2% entre abril y junio. Se trata de su primer declive desde la creación de la eurozona en 1999.

25/08/2008: La crisis financiera podría "alargarse por un tiempo considerable", advirtió el vicegobernador del Banco de Inglaterra, Charles Bean; quien además asegura que el problema financiero resulta tan grave como en la década de los años 70 y que cada vez que los mercados empiezan a recuperarse estalla "otra granada".

02/09/2008: De acuerdo con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). La economía europea se contrae más severamente de lo que se esperaba, 07/09/2008: El Gobierno estadounidense anuncia que intervendrá las dos mayores compañías hipotecarias del país, Fannie Mae y Freddie Mac, en un intento por rescatar al sector.

11/09/2008: El banco estadounidense Washington Mutual (WaMu) pierde en una semana más de la mitad de su valor en bolsa.

14/09/2008: Diez bancos internacionales anuncian un programa de préstamos por US\$ 70.000 millones con el objetivo de hacer frente a la crisis Merrill Lynch es adquirido por el Bank of America y la compañía Lehman Brothers, abrumada por sus pérdidas y ante el fracaso en sus intentos por conseguir un inversor interesado en la institución, se declara en bancarrota.

17/09/2008: La Reserva Federal de Estados Unidos anuncia un paquete de resca-

te por US\$ 85.000 millones – el 80% de su valor total- para salvar de la bancarrota al gigante de los seguros American International Group (AIG).

18/09/2008: Los seis principales bancos centrales del mundo anuncian la adopción de “medidas coordinadas” para hacer frente a la falta de liquidez en los mercados financieros.

La Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra y el Banco Nacional Suizo informan el aporte de un capital por un valor de US\$ 180.000 millones.

El banco británico Lloyds TSB anuncia la compra de su rival Halifax Bank of Scotland (HBOS) por US\$ 21.800 millones para salvarlo de la quiebra.

19/09/2008: El Departamento del Tesoro y la Reserva Federal de EE.UU. proponen al Congreso un paquete de medidas legislativas para paliar “los riesgos sistémicos” en los mercados de capitales y hacer frente al desmoronamiento de los precios de los activos financieros. Esto genera un alivio y repunte en los mercados.

22/09/2008: Dos instituciones financieras japonesas anuncian planes para adquirir gran parte de los bancos Morgan Stanley y Lehman Brothers.

El modelo de bancos de inversión independientes que funcionó durante 75 años en Estados Unidos desaparece. Las últimas instituciones de este tipo que permanecen después de la crisis, Goldman Sachs y Morgan Stanley, renuncian a su estatus especial de bancos de inversión y se convierten en bancos comerciales comunes, con el objetivo de poder tomar depósitos de inversionistas y actuar bajo la protección de la FED. Sin embargo, el mercado bursátil estadounidense cierra con fuertes pérdidas, en medio de dudas sobre los altos costos y la real efectividad del plan.

23/09/2008: El Buró Federal de Investigaciones de Estados Unidos (FBI) comienza una investigación sobre cuatro de las grandes firmas que se han visto afectadas por la actual crisis en los mercados de valores.

Según medios de comunicación de ese país, los agentes al parecer están examinando posibles fraudes cometidos por los entes hipotecarios Fannie Mae y Freddie Mac, el banco de inversión declarado en bancarrota, Lehman Brothers, y la aseguradora AIG.

Berkshire Hathaway, empresa cuyo propietario es el multimillonario estadounidense Warren Buffett, anunció la compra del 9% de las acciones del banco de inversiones Goldman Sachs por un monto de US\$ 5.000 millones.

La crisis financiera acapara la atención de los mandatarios que intervinieron en la Asamblea General de la ONU, con llamados de Brasil y Argentina a favor de la creación de mecanismos internacionales para frenar la “especulación financiera” y una promesa de EEUU de que todo se solucionará en breve.

24/09/2008: El candidato republicano a la presidencia de EEUU, John McCain,

decide suspender su campaña para centrar su atención en la crisis financiera que atraviesa su país, y sugiere posponer el debate presidencial programado para el viernes siguiente. Sin embargo, el candidato demócrata Barack Obama se rehúsa, argumentando que la población desea conocer las medidas que proponen cada uno para revertir la situación.

Miembros del Congreso de EEUU expresan su escepticismo sobre el plan de rescate del sistema bancario impulsado por la administración Bush.

El secretario del Tesoro, Henry Paulson, asegura ante los congresistas que retrasar la aprobación del paquete de US\$ 700.000 millones podría poner en riesgo toda la economía

25/09/2008: Los activos del mayor banco de ahorro y préstamo de EEUU, el Washington Mutual, se subastan después de que la institución fuera intervenida por las autoridades. Así, Washington Mutual protagoniza la mayor quiebra de un banco en la historia de Estados Unidos.

Las acciones del banco habían quedado virtualmente en el piso debido al gran número de créditos hipotecarios de alto riesgo que poseía. Este cierre es considerado el peor colapso bancario en la historia.

El secretario del Tesoro de EEUU, Henry Paulson, presiona para que se apruebe el plan de rescate.

26/09/2008: Pese a informaciones que sugerían que se había alcanzado un acuerdo para un plan de rescate, reuniones de alto nivel no logran resultados concretos.

En un debate televisado, Barack Obama y John McCain expresan su apoyo a que se logre un acuerdo en las Cámaras para poder "salvar" el sistema financiero estadounidense y evitar un posible impacto en la economía real.

27-28/09/2008: Durante el fin de semana, líderes legislativos de ambos partidos se reúnen en frenéticas negociaciones para alcanzar un acuerdo sobre el paquete de rescate financiero.

En la tarde del domingo, hacen público un documento de 106 páginas en el que se detalla una nueva versión del plan, que ahora deberá ser votada en ambas Cámaras del Congreso.

29/09/2008: El gobierno británico nacionaliza el banco Bradford & Bingley (B&B). En un acuerdo respaldado por el gobierno de EEUU, Wachovia, la cuarta institución financiera en importancia del país, pasa a manos de Citigroup, su principal rival.

La Cámara de Representantes de EE.UU. rechaza el plan de rescate. Esto provoca una nueva caída en las acciones de Wall Street: el índice Dow Jones baja un 7%, la caída más pronunciada en un solo día.

30/09/2008: El banco franco-belga Dexia se convierte en el más reciente en recibir ayuda estatal.

01/10/2008: El Senado de EE.UU. aprueba finalmente el paquete de rescate de US\$ 700.000 millones.

03/10/2008: Tras varios días de negociaciones para salvarse de la quiebra, el cuarto banco estadounidense, Wachovia Corp, anuncia su fusión con Wells Fargo.

El presidente de Estados Unidos, George W. Bush, promulga la ley del controvertido plan de salvataje, después de que la Cámara de Representantes aprobara una nueva versión del mismo.

04/10/2008: Europa celebra su primera cumbre de alto nivel en París, Francia, para enfrentar la crisis financiera. No está previsto un plan de rescate similar al de EE.UU.

05/10/2008: El alemán Hypo Real Estate (HRE), uno de los bancos más importantes de Europa, está cerca del colapso tras el fracaso de las negociaciones para rescatarlo. Se trata de la segunda financiera hipotecaria más grande de Alemania. La canciller del país, Angela Merkel, asegura que hará todo lo posible para mantenerlo a flote.

06/10/2008: El Ministerio de Finanzas de Alemania informa que el Gobierno y un grupo de bancos alcanzaron un acuerdo para destinar US\$ 70.000 millones al rescate de Hypo Real Estate.

En tanto, el banco francés BNP Paribas acuerda comprar el 75% de las operaciones en Bélgica y Luxemburgo del grupo financiero europeo Fortis, uno de los mayores del continente.

Los principales mercados de valores de Asia y Europa muestran fuertes bajas en el inicio de la jornada. Este es el primer día de operaciones tras la aprobación del plan de rescate financiero estadounidense.

08/10/2008: El gobierno británico anuncia un plan de rescate financiero de casi US\$ 90.000 millones para salvar al sistema bancario del país.

Asimismo, en una medida sin precedentes, los principales bancos centrales del mundo anuncian un recorte coordinado de las tasas de interés.

Mientras tanto, en Estados Unidos, el secretario del Tesoro, Henry Paulson, advierte que algunos bancos colapsarán a pesar del gigantesco plan de rescate aprobado por el Congreso.

10/10/2008: Un jueves negro precede a este viernes de caída libre en las bolsas en Asia y Europa. Es la peor semana de la crisis financiera global.

La cotización del barril del petróleo también se desplomó el jueves a sus niveles más bajos en un año al ubicarse en US\$ 86,59 el barril.

13/10/2008: El domingo, los líderes de los 15 países de la zona euro acordaron en París, Francia, un plan de acción contra la crisis financiera, que prevé que los estados recapitalicen instituciones en riesgo y garanticen préstamos interbancarios. Este lunes, los mercados europeos y asiáticos reaccionaron de manera positiva. El gobierno británico anunció este lunes que inyectará US\$ 60.000 millones en tres de los principales bancos del país. Así, controlará un 60% del Royal Bank of Scotland y un 40% de la fusión entre Lloyds TSB y HBOS.

14/10/2008: La bolsa neoyorquina no pudo celebrar una segunda jornada positiva y cerró 0,82% a la baja.

En cambio, las bolsas europeas repuntaron por segundo día en respuesta a los planes financieros de rescate anunciados por los gobiernos.

En tanto, se anuncia que el déficit presupuestario en Estados Unidos alcanza una cifra récord: US\$ 450.000 millones. La misma representa el 3,2% de Producto Interno Bruto de la Nación, y es casi el triple de la registrada en el año anterior.

17/10/2008: El presidente George W. Bush pide a los estadounidenses tener confianza y paciencia en las medidas extraordinarias tomadas por su gobierno para controlar la crisis.

Su llamado se produce luego de informarse que los índices de construcción de nuevas viviendas en Estados Unidos siguen cayendo y que las cifras oficiales del mes de septiembre llegaron al nivel más bajo desde la recesión de 1991.

18/10/2008: George W. Bush ofrece acoger en su país una cumbre internacional sobre la actual crisis financiera mundial. La oferta la hace luego de un encuentro con los presidentes de Francia, Nicolas Sarkozy, y de la Comisión Europea (CE), José Manuel Durão Barroso.

19/10/2008: El presidente y dos gerentes de uno de los bancos más grandes de Francia, Caisse d'Epargne, renuncian luego del escándalo por la pérdida de unos US\$ 800 millones relacionada con el caos del mercado financiero mundial.

Corea del Sur anuncia que destinará US\$ 100.000 millones para ayudar a sus bancos a pagar las deudas que contraigan en divisa extranjera hasta junio de 2009. El gobierno de Holanda asegura que inyectará US\$ 13.000 millones en su principal banco, ING, para apuntalar sus finanzas.

20/10/2008: La producción industrial de China cae por tercer trimestre consecutivo, en medio de temores de que su economía estaría próxima a sufrir un declive. Las últimas cifras muestran que el crecimiento económico chino fue del 9% en el tercer trimestre del año. Es la primera vez en al menos cinco años que se registra un crecimiento de un solo dígito, debido al impacto de la crisis de crédito global y a la debilidad en el sector inmobiliario local, según funcionarios chinos.

22/10/2008: Las bolsas de las principales economías latinoamericanas viven un "miércoles nefasto". El mercado bursátil de Buenos Aires fue uno de los más afectados, con una caída del 10,1% en el índice Merval.

En México, la segunda economía de la región, el índice IPS del mercado bursátil retrocedió 7%. Las noticias tuvieron repercusiones al otro lado del Atlántico. El IBEX, el indicador líder de la bolsa de Madrid, cerró con una baja del 8%, la segunda mayor caída de su historia.

En tanto, la Casa Blanca anuncia la realización de una cumbre el próximo 15 de noviembre con los líderes del G20, grupo que integran entre otros Brasil, México y Argentina, para analizar medidas que permitan enfrentar la crisis.

23/10/2008: Un comité de la Cámara de Representantes de Estados Unidos acusa a las agencias calificadoras de riesgo de ese país de haber abusado de la confianza que se tenía en ellas y de haber ignorado las señales que anticipaban la crisis.

En tanto, las bolsas asiáticas vuelven a operar a la baja. La de Corea del Sur es una de las más afectadas: cayó el Won, la moneda del país, y la bolsa cerró un 8% en baja debido a la falta de confianza entre los inversores, que temen que se produzca una recesión global.

24/10/2008: En Dinamarca el banco central eleva 0,5 puntos porcentuales su tasa clave de interés para situarse en 5,5%.

El Reino Unido se encuentra a un paso de la recesión, de acuerdo con cifras publicadas por la Oficina de Estadísticas Oficiales. La economía se contrajo por primera vez en 16 años entre julio y septiembre, cuando el crecimiento cayó 0,5%.

30/10/2008: La Reserva Federal estadounidense reduce nuevamente la tasa clave de interés de 1,5% a 1% con el objetivo de evitar una recesión, una decisión que muchos esperaban.

El Departamento de Comercio publicó cifras que muestran que la economía de EE.UU. se contrajo en una tasa anualizada de 0,3% entre julio y septiembre. El precio del petróleo continúa descendiendo.

04/11/2008: El precio del petróleo Brent (el crudo de referencia en Europa) ante el temor de que una recesión en Estados Unidos reduzca la demanda, cae por debajo de US\$ 60 el barril por primera vez en 20 meses.

06/11/2008: El FMI pronostica que los países desarrollados tendrán en 2009 la primera contracción de su PIB desde 1945 (-0,3%) y que el crecimiento mundial no superará el 2,2%. El BCE baja su principal tasa de interés a 3,25% y el Banco de Inglaterra la recorta a 3%.

07/11/2008: El Departamento de Trabajo informa que el índice de desempleo en Estados Unidos alcanzó el 6,5% en octubre, la tasa más alta en los últimos 14 años.

01/12/2008: El Buró Nacional de Investigaciones Económicas de Estados Unidos anuncia oficialmente que la economía ha entrado en recesión. El panel, que incluye a economistas de Harvard, Stanford y el Instituto Tecnológico de Massachussets, señala que la economía comenzó a contraerse en 2007.

04/12/2008: El presidente de Francia, Nicolás Sarkozy, anuncia un paquete de ayuda de 26 mil millones de euros para estimular la economía, que incluirá asistencia a empresas automotrices e inversión pública.

11/12/2008: El Banco de América anuncia que recortará 35 mil empleos en un período de tres años. Los Bancos Centrales Europeo, británico, sueco y danés reducen nuevamente sus tasas de interés.



16/12/2008: La Reserva Federal de Estados Unidos reduce la tasa de interés de 1% a 0,25%, la más baja en la historia.

19/12/2008: El presidente de Estados Unidos, anuncia que se utilizarán US\$17.400 millones de los US\$700 mil millones del paquete financiero destinado a los bancos para ayudar a las tres empresas automotrices estadounidenses: General Motors, Ford and Chrysler.

29/12/2008: El Departamento del Tesoro de Estados Unidos, anuncia que se otorgará asistencia financiera por US\$6 mil millones a la empresa automotriz General Motors.

06/01/2009: El multimillonario alemán Adolf Merckle se suicida luego de que sus negocios se vinieran abajo por causa de la crisis financiera.

07/01/2009: Rusia corta el suministro de gas a 16 países de la UE por la guerra de los precios del gas con Ucrania.

08/01/2009: El Banco de Inglaterra baja los tipos de interés al 1,5%, el nivel más bajo en los 300 años de historia de la institución.

09/01/2009: Datos oficiales revelan que la tasa de desempleo en Estados Unidos aumentó a 7,2% en diciembre de 2008, la tasa más alta en los últimos 16 años.

10/01/2009: EE UU destruye 2,6 millones de empleos en 2008. Las cifras indican que más trabajadores perdieron sus empleos en 2008 en ese país que en ningún año desde la Segunda Guerra Mundial.

12/01/2009: S&P sitúa en perspectiva negativa la calificación de riesgo de España, hasta entonces AAA.

13/01/2009: El Congreso de EEUU aprueba el plan estímulo diseñado por la administración de Barack Obama, por 787.000 millones de dólares. El 44º presidente electo y primer afroamericano en la Casa Blanca plantea "rehacer América".

Las exportaciones chinas registran su peor caída en la última década. La canciller alemana, Angela Merkel, anuncia un paquete económico de US\$67 mil millones para estimular la economía.

14/01/2009: Cifras del Departamento de Comercio de Estados Unidos muestran que las ventas del comercio bajaron más de lo esperado en diciembre. La noticia provocó caídas en bolsas de valores de Estados Unidos y países europeos.

15/01/2009: El Banco Central Europeo reduce la tasa de interés en la zona euro en medio punto porcentual, lo que la sitúa en un nivel del 2%. Es la cuarta vez que el BCE baja las tasas desde septiembre.

16/01/2009: El gobierno de Estados Unidos llega a un acuerdo para otorgar US\$ 20.000 millones al Banco de América.

Mientras tanto, Citigroup anuncia planes para dividir la empresa en dos, en momentos en que revela nuevas pérdidas por la suma de US\$8,29 mil millones. La FED y el BCE ajustan los tipos de interés a mínimos históricos.

23/01/2009: La economía británica entra oficialmente en recesión al anunciarse que en el último trimestre de 2008 el PBI cayó en 1,5%.

24/01/2009: El nuevo presidente de Estados Unidos, Barack Obama, asegura que el paquete de ayuda económica de US\$ 825 mil millones, que discute el congreso de su país, será aprobado a mediados de febrero.

27/01/2009: El gobierno británico anuncia que destinará 2.300 millones de libras esterlinas para asistir a la industria automotriz.

28/01/2009: El Banco Central de España anuncia que el país ha entrado en recesión, hecho que no ocurría desde 1993. Los pronósticos del Gobierno indican que el Producto Bruto Interno caerá en un 1,6 por ciento.

01/02/2009: El Foro Económico Mundial de Davos, Suiza, concluyó con un llamado a reconstruir el sistema económico global. El fundador del foro, Klaus Schwab, anunció "una iniciativa de rediseño global" para reformar la banca, la regulación financiera y el gobierno corporativo. Por cinco días, más de 2.000 empresarios y líderes políticos discutieron lo que algunos llamaron la "crisis del capitalismo".

02/02/2009: El gobierno de China informa que unos 20 millones de migrantes internos -número tres veces mayor al estimado- han perdido sus trabajos durante la actual crisis financiera mundial, alcanzando la tasa de desempleo al 15% de los migrantes.

11/02/2009: El líder demócrata del Senado de Estados Unidos, Harry Reid, anuncia que las dos cámaras del Congreso acordaron aprobar el plan propuesto por el presidente Barack Obama, aunque la cifra propuesta originalmente se redujo a US\$ 789.000 millones. El senador asegura que con ello se crearán 3,5 millones de puestos de trabajo, a la vez que servirá para reducir la carga impositiva que recae sobre la clase media, con el fin de incentivar la economía.

Reestructuración mundial del motor. PSA contempla 12.000 bajas voluntarias, GM destruye 10.000 puestos de trabajo. Nissan, dos días antes, anuncia 20.000 despidos.

12/02/2009: El Banco Mundial (BM) advierte que aproximadamente 53 millones de personas en países en vías de desarrollo –muchas de ellas en América Latina– seguirán en la pobreza debido a que la crisis revertirá muchos de los avances logrados en materia de reducción de la misma. En pos de evitar este retroceso, insta a los países ricos a dedicar el 0,7% de los fondos destinados a planes de salvataje para asistir a estas naciones.

La entidad financiera estima que, además, la crisis retrasará el avance hacia la reducción de la mortalidad infantil, la cual podría elevarse de 200.000 a 400.000 de niños fallecidos al año si persiste la crisis.

Poco antes, el Fondo Monetario Internacional (FMI) había previsto que el crecimiento económico se reduciría a tan solo 0,5% este año, su nivel más bajo desde la Segunda Guerra Mundial.

13/02/2009: El INE certifica la primera recesión en España en 15 años.

14/02/2009: Finalmente el Senado de Estados Unidos aprueba el paquete de estímulo económico enviado por el presidente Barack Obama. La medida fue aprobada con 60 votos a favor y 38 en contra.

Horas antes, la Cámara de Representantes había votado también por el paquete con 246 votos a favor y 183 en contra. Sin embargo, la aprobación de la medida en ambas cámaras del Congreso no es suficiente para aliviar el estado de pánico reinante en los mercados bursátiles de Nueva York. El índice Dow Jones retrocede más de un 1%.

17/02/2009: El banquero Allen Stanford es acusado de estafa por 6.000 millones de dólares.

25/02/2009: La Comisión Europea anima a crear "bancos malos" para restaurar la confianza en el sector financiero.

27/02/2009: El Gobierno de EE UU acude al rescate de Citigroup por tercera vez y amplía su control sobre el 36% del capital.

09/03/2009: La Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo y los bancos centrales del Reino Unido, Canadá y Suiza Anuncian la adopción de políticas coordinadas que permitirán inyectar liquidez en la economía, con el objetivo de aliviar las tensiones en el mercado bursátil y evitar las expectativas negativas en cuanto a la posibilidad de que la economía estadounidense entrase en recesión. La respuesta en los mercados fue positiva, y el índice Dow Jones, luego de alcanzar un valor mínimo de 6,547, comienza a crecer.

12/03/2009: Bernard Madoff se declara culpable de fraude financiero y se decreta su prisión.

13/03/2009: El economista y premio Nobel de Economía, Paul Krugman, sostiene que "el camino para España será extremadamente doloroso".

15/03/2009: La aseguradora AIG paga bonificaciones millonarias a su cúpula directiva. El gobierno de EEUU critica con dureza la medida.

30/03/2009: El Banco de España toma el control de Caja Castilla La Mancha y le concede un aval por hasta 9.000 millones.

02/04/2009: Los líderes mundiales del G-20, reunidos en Londres, prometen destinar US\$1,1 billones adicionales para ayudar a los países emergentes y coordinar sus esfuerzos para mitigar los efectos de la crisis mundial. En este marco, el primer ministro británico, Gordon Brown, asegura que US\$100.000 millones se destinarán a los países más pobres del planeta, medida que califica como "el mayor paquete de estímulo a nivel mundial jamás visto". Los mandatarios, a su vez, advierten sobre la necesidad de endurecer las medidas de regulación aplicadas sobre los hedge funds y las agencias de crédito.

09/04/2009: José Luis Rodríguez Zapatero renueva su gabinete, en el que ingresa Elena Salgado en sustitución de Pedro Solbes.

22/04/2009: El FMI corrige hacia la baja sus previsiones de crecimiento para la economía mundial.

05/05/2009: Bruselas augura a España una crisis más larga en la zona euro. El paro superará el 20% en 2010, el doble que la media comunitaria.

07/05/2009: El BCE baja en un cuarto las tasas de interés, ubicándolas a un 1%, y anuncia la compra de cédulas hipotecarias emitidas en la eurozona por valor de 60.000 millones.

12/05/2009: En el marco del Debate del Estado de la Nación, el Gobierno anuncia que se pondrán en práctica un paquete de medidas económicas tendientes a reactivar la economía, al tiempo que propone la adopción de un nuevo modelo productivo y económico que asegure una "economía sostenible".

15/05/2009: El Ministerio de Industria acelera el plan de ayudas al sector de automotriz, el plan 2000E, y las automovilísticas amplían la guerra de ofertas. Un mes después, el sector consigue crecer en ventas tras 31 meses de caídas.

26/05/2009: Santander liquida sus efectos en el caso Madoff en EE UU con un pacto extrajudicial. El banco paga 169 millones y zanja las denuncias recibidas por el escándalo.

01/06/2009: El gigante norteamericano de la automoción General Motors anuncia suspensión de pagos. Recorta 21.000 empleos, cierra 11 de las 47 plantas y el 40% de su red.

08/06/2009: El FMI prevé que en 2010 la economía mundial comenzará a recuperarse.

12/06/2009: El Gobierno aprueba un incremento del gasto de 20.000 millones para financiar la desviación del seguro de desempleo. Eleva también la fiscalidad sobre los carburantes y el tabaco.

17/06/2009: Obama presenta la reforma del sistema financiero de EEUU, la más ambiciosa desde la Gran Depresión.

26/06/2009: El Gobierno aprueba el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). Cuenta con 36.000 millones para 2009.

28/06/2009: La justicia estadounidense dicta una condena ejemplar y sentencia a Bernard Madoff a 150 años de prisión por el que se considera el mayor fraude financiero de la historia.

01/07/2009: Bruselas exige a la banca reservas contra la morosidad. Las entidades ofrecen garantías ante posibles pérdidas.

10/07/2009: Fernando Conte deja la presidencia de la compañía aérea Iberia, al momento en que se aprueba la fusión de la misma con la empresa British Airways.

20/07/2009: Los sindicatos rechazan congelar el salario de los funcionarios en 2010. El departamento de Economía pretende adecuar los sueldos públicos al techo del gasto.

21/07/2009: Primer anuncio de fusión fría entre cajas: Cajasur, Unicaja y Caja Jaén crearán la sexta caja por activos. La operación se respaldará con el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria.

22/07/2009: Ben Bernanke anuncia que mantendrá en niveles bajos las tasas de interés por un extenso período para asegurar la mejoría en EEUU.

29/07/2009: El Ibex acumula unas ganancias del 56% desde el mínimo. Se trata del mayor rebote desde el crack de 1997.

31/07/2009: El FMI señala que la grave crisis económica en EEUU. "parece haber sido superada tras las medidas adoptadas por el Gobierno, aunque la recuperación será paulatina".

11/08/2009: El volumen de deuda de las grandes empresas del Ibex se sitúa en los 240.763 millones de euros, lo que supone un aumento del 4% respecto al fin de 2007, momento en el que la crisis económica comenzó a agravarse.

13/08/2009: Francia y Alemania, dos de las mayores economías europeas, anuncian un crecimiento positivo entre abril y junio, poniendo punto final a la recesión. El volumen de producción de las economías de Francia y Alemania suma casi la mitad de la producción de los doce que utilizan el euro como moneda oficial. Para los analistas, la recuperación se debe a un aumento en el excedente comercial que se apoya del resurgimiento de la economía estadounidense. Un aumento en la demanda en Estados Unidos de automóviles y bienes manufacturados europeos podría haber dado el empujón.

17/08/2009: La economía japonesa sale de la recesión tras lograr un crecimiento del 0,9% entre abril y junio, el primer dato positivo tras cuatro cuatrimestres seguidos de contracción.

20/08/2009: El Bundesbank diagnostica una mejoría en la economía mundial.

03/09/2009: La OCDE y el BCE certifican que la recesión en Japón y la zona euro ha tocado fondo y vislumbran una recuperación.

08/09/2009: El Foro Económico Mundial relega a España al puesto número 33 en competitividad.

10/09/2009: General Motors anuncia la venta de Opel a Magna y el banco ruso Sberban, pero la operación queda truncada.

15/09/2009: Ben Bernanke asegura que es "muy probable" que la recesión haya acabado en Estados Unidos. El Ibex marca otro máximo anual, alcanzando los 11.593 puntos en el aniversario de la quiebra de Lehman Brothers.

18/09/2009: El gobierno de España contempla la posibilidad de incrementar el Impuesto al Valor Agregado, con excepción de los productos que conforman la canasta básica, en un intento por reducir el déficit fiscal que amenaza la estabilidad económica.

25/09/2009: El G-20 concluye su encuentro en Pittsburgh proponiendo "sentar las bases para un crecimiento vigoroso, sostenido y equilibrado para el siglo XXI".

30/09/2009: El FMI estima que la crisis acarreará pérdidas para el sector financiero por 3,4 billones de dólares a lo largo de 2010.

02/10/2009: Dominique Strauss-Kahn afirma: "La recesión mundial ha concluido, aunque España continuará en recesión en 2010".

05/10/2009: Giorgos Papandreou, líder del Movimiento Socialista Panhelénico Griego (PASOK), gana por mayoría absoluta. "No hay ni un solo día para perder, comenzamos desde hoy una gran marcha", anuncia en su discurso ante el pueblo griego.

06/10/2009: La banca británica deberá reforzar su liquidez en 120.000 millones. El regulador obliga a aumentar la cartera de deuda pública y efectivo. El día 13, el Gobierno anuncia la privatización de activos públicos por 17.600 millones para reducir déficit.

12/10/2009: La moneda única gana 10 puntos de cuota como divisa de reserva mundial desde su fundación. Los desequilibrios económicos de la zona euro en lo que restó del año 2009 y el comienzo del siguiente provocarán fuertes vaivenes en su cotización.

24/10/2009: Se cumplen 80 años de la crisis mundial desatada en 1929.

29/10/2009: El PIB de EEUU crece el 3,5% en el tercer trimestre de 2009, el primer resultado positivo en un año.

01/11/2009: La Comisión Europea confirma la recuperación económica de la región, con la excepción de España.

05/11/2009: El BCE anuncia que empezará a retirar las medidas extraordinarias de liquidez.

23/11/2009: El mercado de materias primas se dispara. El petróleo roza los 80 dólares por barril y la onza de oro se acerca a 1.200; el Brent y metales como el plomo o el cobre duplican su valor en este año.

07/12/2009: La agencia de calificación crediticia Standard & Poor's pone en vigilancia "con implicaciones negativas" el 'rating' de la deuda soberana helena, situado en 'A'.

08/12/2009: La Comisión Europea señala que la difícil situación de la economía griega debe preocupar a la eurozona y el Banco Central Europeo insta al país a

tomar medidas. La agencia Fitch rebaja la nota de la deuda pública de Grecia, hasta 'BBB+' desde 'A-', con perspectiva 'negativa', lo que abre la puerta a nuevos recortes. Es la primera vez desde su entrada en el euro que el país de la Hélade pierde la 'A'.

16/12/2009: Standard & Poor's se suma a Fitch y baja la nota helena.

18/12/2009: Obama anuncia nuevas medidas de estímulo económico. Japón aprueba el cuarto programa de activación económica. Finaliza la Cumbre de Copenhague sin un compromiso de todos los países industrializados para limitar emisiones de CO2. La Agencia Internacional de la Energía calcula en siete billones de euros la factura del nuevo Kioto.

22/12/2009: Moody's también baja su calificación crediticia a Grecia.

31/12/2009: Zapatero, en el último Consejo de Ministros del año, prioriza la reforma laboral y la creación de empleo en 2010.

01/01/2010: España asume la presidencia del Consejo de la Unión Europea, sucediendo a Suecia.

06/01/2010: Se conoce que la economía española destruyó 730.000 empleos en 2009. Con ello, el desempleo toca máximos históricos y alcanza a aproximadamente cuatro millones de españoles.

12/01/2010: El Gobierno de Papandreou admite que las cuentas públicas griegas de 2008 y 2009 estaban peor que lo previsto. Así, eleva su déficit de 2008 a un 7,7% del PIB desde el 5% comunicado en abril; mientras que corrige el correspondiente a 2009 del 3,7% al 12,7% del PBI.

Ese mismo día, la Comisión Europea analiza la posibilidad de poner bajo su supervisión directa al país por no entregar estadísticas correctas.

El devastador terremoto de Haití causa miles de muertos y heridos y numerosos daños materiales.

14/01/2010: EEUU anuncia un plan para gravar a la banca por su responsabilidad en la actual recesión, mediante la creación de una "tasa de responsabilidad en la crisis financiera".

Grecia promete 'meter la tijera' a fondo para contener el déficit en 2012 por debajo del 3% del PIB.

29/01/2010: En España, el ministerio de Trabajo pretende retrasar la jubilación a los 67 años para reforzar las pensiones. Medidas similares se evalúan en Francia e Inglaterra.

01/02/2010: El Foro Económico Mundial de Davos concluye sin acuerdo sobre la reforma del sistema financiero internacional.

02/02/2010: Tras el Foro de Davos, el ministro de Finanzas griego, Giorgos Papakonstantinou, advierte que España y Portugal serán los siguientes países golpeados por las dificultades que poseen para afrontar sus deudas.

03/02/2010: Finalmente la Unión Europea pone bajo su supervisión las cuentas de Grecia.

04/02/2010: El temor a un contagio de la crisis griega provoca el mayor desplome del año de la Bolsa española.

09/02/2010: La deuda de la economía española roza ya los cuatro billones, el mayor saldo negativo en 10 años. Fitch mantiene la triple A para la deuda española. Atenas anuncia nuevas medidas para controlar el gasto público, entre ellas igualar la edad de jubilación de hombres y mujeres en 65 años. Alemania inicia los primeros contactos con la Unión Europea para diseñar un plan de ayuda para Grecia.

10/02/2010: La primera huelga de funcionarios paraliza el país. Elena Salgado asevera que España será 'protagonista' en la ayuda para Grecia.

11/02/2010: Francia y Alemania anuncian un acuerdo para rescatar a Grecia al margen de España. La Unión Europa promete a Grecia un 'compromiso político de solidaridad si fuera necesario'. La falta de detalles tumba las Bolsas.

12/02/2010: La UE asume en Grecia la potestad de reformar la economía del país.

15/02/2010: Se descubre que los bancos de Wall Street, entre ellos Goldman Sachs, ayudaron a Grecia a ocultar parte de su deuda a la Unión Europea.

19/02/2010: El CNI griego descubre varios ataques de especuladores.

24/02/2010: La UE lleva a Grecia a los tribunales por no recuperar las ayudas ilegales que concedió a empresas mediante exenciones fiscales. Enfrentamientos en otra huelga general que paraliza el país.

25/02/2010: La OMC informa que en 2009 el comercio mundial se redujo un 12%, el peor dato desde el final de la Segunda Guerra Mundial.

26/02/2010: Atenas culpa a los nazis de sus problemas.

02/03/2010: Papandreou anuncia nuevas medidas para ahorrar 4.500 millones de euros más. Recorta un 30% las pagas de los funcionarios. Las agencias, la UE y el FMI aprueban el plan. Mientras tanto, los griegos protestan en las calles.

04/03/2010: Políticos alemanes piden que se vendan islas griegas para pagar las deudas.

La demanda de deuda griega triplica una emisión de 5.000 millones de euros.

05/03/2010: El Gobierno alemán de Angela Merkel tensa la cuerda y advierte a Atenas que no tiene intención de ofrecer "ni un céntimo" de ayuda financiera.

08/03/2010: La Unión Europea estudia la creación de un Fondo Monetario Europeo similar al FMI.



13/03/2010: La eurozona sigue dándole vueltas al rescate de Grecia.

18/03/2010: La CE desconfía de los ajustes de todas las grandes economías de la UE. La reducción del déficit requiere más esfuerzos.

25/03/2010: España podría aportar unos 2.500 millones de euros en el hipotético rescate de Grecia por tener un peso del 12,5% del PIB de la eurozona. El Eurogrupo aprueba preparar un préstamo que podría rondar los 30.000 millones de euros.

05/04/2010: El Reino Unido anuncia que prosperará un impuesto mundial para la banca. Grecia critica que Alemania no le ayude por pensar que es un país de vagos "por el clima y la bebida".

07/04/2010: Los bancos griegos piden a Atenas 17.000 millones de euros de respaldo financiero.

09/04/2010: Fitch rebaja la calificación de la deuda griega, y la sitúa casi a la par del 'bono basura'.

17/04/2010: Grecia esperará a que se definan las ayudas antes de solicitarlas.

19/04/2010: La recesión en España cumple dos años y no se superará hasta 2012.

Las cenizas volcánicas retrasan el rescate financiero de Grecia.

22/04/2010: La UE rectifica a Atenas y eleva a otro nivel récord su déficit público: del 12,7% al 13,6% del PIB.

23/04/2010: Merkel advierte a Grecia que su ayuda depende de que cumpla unas 'estrictas condiciones'.

25/04/2010: EEUU urge al FMI y a la zona euro a agilizar la ayuda a Grecia.

27/04/2010: Standard & Poor's finalmente califica a los títulos de la deuda griega como 'bono basura'. El FMI recomienda a Grecia que tome la 'medicina' del ahorro en vez de 'despedir al doctor'.

28/04/2010: Alemania eleva de 30.000 a 135.000 millones de euros el coste de salvar a Grecia.

29/04/2010: Obama telefona a Merkel para desbloquear el rescate a Grecia. Almunia compara el retraso del rescate con 'manosear el balón sin definir'. La oposición alemana acepta acelerar los trámites para aprobar el plan de rescate griego.

30/04/2010: El Eurogrupo convoca una reunión extraordinaria en dos días para ultimar la ayuda a Atenas.

02/05/2010: Papandreou anuncia al pueblo griego la gran factura social del res

cate: recortes salariales en los funcionarios, reducción de pensiones y aumento de impuestos a empresas, el IVA y especiales al combustible, alcohol y tabaco. "Los sacrificios de hoy son duros pero necesarios. Es la decisión correcta", dice el primer ministro. A cambio del sacrificio griego, la eurozona aportará 80.000 de los 110.000 millones de euros del rescate de Grecia. España pondrá 9.792 millones en el gigantesco préstamo.

03/05/2010: Merkel aboga por fortalecer el control del Pacto de Estabilidad y propone iniciar "insolvencias controladas" en la UE.

04/05/2010: La UE investigará a las agencias de 'rating'. La prensa internacional señala que España corre el riesgo de ser "la próxima Grecia".



## **Bibliografía**

AGLIETTA, M. Y BERREBI, L. (2007). "Désordres dans le Capitalisme Mondial". Paris. Éditions Odile Jacob.

ÁLVAREZ R. Y CLARO S. (2008): "David Versus Goliath: The Impact of Chinese Competition on Developing Countries" Banco Central de Chile. N.º 478 – Agosto de 2008

ANAYA LLAMAS, G. (2010). "Reactivación del Sector Automotriz Nacional". Milenio. (Disponible en: <http://impreso.milenio.com/node/8791403>)

ARCEO, E., GOLONBEK, C. Y KUPELIAN, R. (2009). "Crisis Mundial: Elementos para su Análisis". Cefid-Ar. Documento de trabajo N° 26. Julio de 2009. (Disponible en: <http://www.cefid-ar.org.ar/documentos/DT26CrisisMundialElementosparasuanalisis%20.pdf>).

ARESTIS, P. Y KARAKITSOS, E. (2009). "What the Role of Central Banks in View of the Current Crisis?". Policy Note. The Levy Economics Institute of Bard College.

ARESTIS, P. Y SINGH, A. (2010). "Financial Globalisation and Crisis, Institutional Transformation and Equity". Cambridge Journal of Economics 2010, 34, pp. 225–238.

ARRIGHI (2007): "Adam Smith en Pekín" (Madrid, Akal, 2007). Balakrishnan, Danninger, Elekdag, and Tytell, 2009

ASOCIACIÓN MEXICANA DE LA INDUSTRIA AUTOMOTRIZ (2010). "Industria Automotriz México". Disponible en: [http://mexiko.ahk.de/fileadmin/user\\_upload/Dokumente/auto\\_mx\\_05sp.pdf](http://mexiko.ahk.de/fileadmin/user_upload/Dokumente/auto_mx_05sp.pdf).

BACKUS, D. Y LAMBERT F. (2005). "Current Account Fact and Fiction". Working paper. Stern School of Business, New York University.

BARTOLINI L. Y AMARTYA L. (2006): "Twin Deficits, Twenty Years Later". Federal Reserve of New York. Current Issues in Economics and Finance. Volume 12,

Number 7 October.

BBVA BANCOMER (2010): "Situación Inmobiliaria". Enero de 2010 disponible en: [http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/1001\\_SituacionInmobiliariaMexico\\_17\\_tcm346-213295.pdf?ts=3062010](http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/1001_SituacionInmobiliariaMexico_17_tcm346-213295.pdf?ts=3062010)

BBVA (2008). "Situación Inmobiliaria". (Disponible en: [http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/080826\\_SitInmobiliaria\\_Chile\\_tcm346-198731.pdf?ts=3062010](http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/080826_SitInmobiliaria_Chile_tcm346-198731.pdf?ts=3062010)).

BERNANKE, B. (2005). "The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit". Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.

BERNANKE, B. S. (2009a). "Four Questions about the Financial Crisis". Speech at Morehouse College, Atlanta, Georgia. April 14th 2009.

BERNANKE, B. S. (2009b). "Lessons of the Financial Crisis for Banking Supervision". Speech at the Federal Reserve Bank of Chicago Conference on Bank Structure and Competition, Chicago, Illinois. May 7th 2009.

BERTELLO F. (2008): "Cada vez más productores argentinos van a sembrar soja a Uruguay", LA NACION. Artículo publicado el 4 de marzo de 2008. Disponible en [http://www.lanacion.com.ar/nota.asp?nota\\_id=992652](http://www.lanacion.com.ar/nota.asp?nota_id=992652)

BLANCHARD, O. HAMID F. Y MITALI D. (2010): "The Initial Impact of the Crisis on Emerging Market Countries," Brookings Papers on Economic Activity, forthcoming

BRUNNERMEIER, M. (2009): "Deciphering The Liquidity and Credit Crunch 2007-2008,". Journal of Economic Perspectives 23(1), 77-100.

BRZEZINSKI, Z. (1997): The Grand Chessboard: American Primacy and Its Geos-  
trategic Imperatives, New York: Basic Books

BRZEZINSKI, Z. (2004): The Choice: Global Domination or Global Leadership,  
Basic Books

BRZEZINSKI, Z. (2007): Second Chance: Three Presidents and the Crisis of  
American Superpower, Basic Books

BUITER, W. (2007). "Lessons from the 2007 Financial Crisis". Background pa-  
per submitted to the UK Treasury Select Committee. December 11th, 2007.

BUITER, W. (2009). "Fiscal Expansions in Submerging Markets; the Case of  
the USA and the UK". ft.com/maverecon. February 5th 2009. (Disponible en:  
<http://blogs.ft.com/maverecon/2009/02/fiscal-expansionsin-submerging-markets-the-case-of-the-usa-and-the-uk/>).

CLAESSENS S, DELL'ARICCIA G, IGAN D, AND LAEVEN L. (2010): "Lessons

and Policy Implications from the Global Financial Crisis". International Monetary Fund.

CLARIDA, R. H. (2005). "Japan, China, and the U.S. Current Account Deficit". CATO Journal N° 25.

CECCHETTI, S. G. (2009). "Crisis and Responses: The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis". Journal of Economic Perspectives, 23(1), Winter 2009, pp. 51-76.

CEPAL (2010). "La Reacción de los Gobiernos de las Américas frente a la Crisis Internacional: una Presentación Sintética de las Medidas de Política Anunciadas hasta el 31 de Diciembre de 2009".

CEPAL (2010): "Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe", documento informativo.

CHANDRASEKHAR C.P. (2008): "Global Liquidity and Financial Flows to Developing Countries: New Trends in Emerging Markets and their Implications". G-24 Discussion Paper Series. No. 52, November 2008.

CHINN, M. Y FRANKEL, J. (2005): "Will the Euro Eventually Surpass the Dollar As Leading International Reserve Currency?". Presented at NBER conference on G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment. Newport, RI, June 1-2, 2005.

CLAESSENS, S., DELL'ARICCIA, G., IGAN, D. Y LAEVEN, L. (2010). "Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis". International Monetary Fund.

COOPER, R. (2004). "U.S. Deficit: It is not Only Sustainable, It is Logical". Financial Times. October 31st 2004.

COVAL, J. D., JUREK, J. W. Y STAFFORD, E. (2009). "The Economics of Structured Finance". Journal of Economic Perspectives, Vol. 23, N° 1. Winter 2009.

DE ALMEIDA P.R. (2007): "New Powers for Global Change?. Brazil as a Regional Player and an Emerging Global Power. Foreign Policy Strategies and the Impact on the New International Order". FES Briefing Paper 8.

DE GREGORIO, J. (2009). "Chile and the Global Recession of 2009". Speech at the Seminar Los Temas del 2009, organized by the Instituto de Políticas Públicas Expansiva – UDP and Libertad y Desarrollo, Santiago, Chile. March 20th 2009.

DE LONG, J. B. (2009). "The Financial Crisis of 2007-2009: Understanding its Causes, Consequences – and its Possible Cures". MTI-CSC Economics Speaker Series Lecture, Singapore. January 5th 2009. (Disponible en: <http://www.scribd.com/doc/9719227/null>).

DE MICHELIS, A. (2009). "Overcoming the Financial Crisis in the United States".

OECD Economics Department Working Paper N° 669. February 2009.

EICHENGREEN, B. (2008): "Should there be a coordinated response to the problem of global imbalances? Can there be one?," Working Papers 69, United Nations, Department of Economics and Social Affairs

EICHENGREEN, B. (2008): "Exchange Rate Regimes and Capital Mobility: How Much of the Swoboda Thesis Survives?," NBER Working Papers 14100, National Bureau of Economic Research, Inc

ELWELL C.K. (2007): "The Dollar's Future as the World's Reserve Currency: The Challenge of the Euro". Congressional Research Service. Report RL34083

FANELLI, J. M. Y JIMÉNEZ, J. P. (2009). "Crisis, Volatilidad y Política Fiscal en América Latina". CEPAL, Libro Políticas macroeconómicas en tiempos de crisis: opciones y perspectivas. Cap. 2.

FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO, (2009): The Fed's Monetary Policy Response to the Current Crisis. FRBSF Economic Letter. May 22, 2009.

FELDSTEIN (2010): "Will the Eurozone Fragment: A Debate". The Economist

FRENKEL, R. Y RAPETTI, M. (2009). "A Developing Country View of the Current Global Crisis: what should not be forgotten and what should be done". Paper presented at EconAnadolu: Anadolu International Conference in Economics. Eskisehir, Turkey. June 17th -19th 2009.

GALATI, G. Y WOOLDRIDGE, P. (2006): "The euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar?". BIS Working Papers No 218

GUO, K. Y N'DIAYE, P. (2009): Is China's Export-Oriented Growth Sustainable?. IMF Working Paper. Asia and Pacific Department. WP/09/172

HALL, R. E. Y WOODWARD, S. E. (2009). "The Financial Crisis and the Recession: What is happening and what the Government should do". Financial Crisis and Recession. January 1st 2009. (Disponibile en: <http://woodwardhall.wordpress.com/>).

HUBBARD, G. (2005). "A Paradox of Interest". Wall Street Journal. June 23th 2005.

IMF (2009). "World Economic Outlook Update". Washington DC.

IMF (2009): "Global Shifts in Demand: Making Up for Weaker Consumption in the United States," Box 1.8 in October 2009 Asia and Pacific Regional Economic Outlook, pp. 36–37.

IMF (2010): "How Did Emerging Markets Cope in the Crisis?" IMF Policy Paper, Washington DC (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/061510.pdf>)

IMF (2010): "Perspectivas de la economía mundial al día: actualización de las proyecciones centrales", Washington, D.C., julio [en línea] <http://www.imf.org/external>

IMF (2010): World Economic Outlook Update: Restoring Confidence without Harming Recovery, Washington, D.C., julio

IRWIN S. (2008): "Devil or Angel: The Role of Speculation in the Recent Commodity Price Boom". Farrell Distinguished Public Policy Lecture, Department of Food, Agricultural, and Resource Economics, University of Guelph, November 19, 2008

JAGANNATHAN, R., KAPOOR, M. Y SCHAUMBURG, E. (2009). "Why are we a Recession? The Financial Crisis is the Symptom not the Disease". NBER WP 15404. October 2009. (Disponible en: <http://www.nber.org/papers/w15404>).

JICKING, M. (2009). "Causes of the Financial Crisis". Congressional Research Service, Washington DC.

KACEF, O. (2009). "Crisis y Políticas Públicas en América Latina y el Caribe". CEPAL, Libro Políticas macroeconómicas en tiempos de crisis: opciones y perspectivas. Cap. 1.

KRAUSS, C. (2008): "Commodity Prices Tumble". New York Times. October 13, 2008. <http://www.nytimes.com/2008/10/14/business/economy/14commodities.html>

KRUGMAN, P. (2008). "Life without Bubbles". The New York Times. December 2008.

LEHMANN, S. (2010): "China en la economía global y su impacto sobre el desempeño de América Latina" Banco Central de Chile. N.º 39 - Diciembre 2010

LUMHOLDT, H. (2008) "La crisis crediticia: causas, respuesta pública y más allá". Disponible en <http://www.2015ymas.org/?rubrique23&entidad=Textos&id=6191>

MISHKIN, F. S. (2008). "Global Financial Turmoil and the World Economy". Caesarea Forum of the Israel Democracy Institute, Eilat, Israel. July 2nd 2008.

MOREIRA CUNHA, A., MAGALAES PRATES, D. y DA SILVA BICHARA, J. (2010). "The Brazilian Economy: its New Role in the International Financial System". América Latina Hoy, Ediciones Universidad de Salamanca, 54, pp. 167-197,

MORRISON, W.M. (2009): China and the Global Financial Crisis: Implications for the United States, Congressional Research Service, 2009;

NANTO, D.K. (2010): The Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications, Congressional Research Service



NANTO, D.K. (2009): The Global Financial Crisis: Foreign and Trade Policy Effects. Congressional Research Service

NANTO, D. K. (2009). "The Global Financial Crisis: Foreign and Trade Policy Effects". Congressional Research Service.

Nanto, D. K. (2010). "The Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications". Congressional Research Service. Nota publicada en LaNeta: "Acceso a TIC muestra desigualdades en México". March 29th 2010. (Disponible en: [http://www.laneta.apc.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=861:acceso-a-tic-muestra-desigualdades-en-mexico&catid=64:noticias&Itemid=55](http://www.laneta.apc.org/index.php?option=com_content&view=article&id=861:acceso-a-tic-muestra-desigualdades-en-mexico&catid=64:noticias&Itemid=55)).

NAYYAR, D. (2008): "China, India, Brazil and South Africa in the World Economy: Engines of Growth?" United Nations University. Discussion Paper No. 2008/05

OECD (2009) Fiscal Consolidation: Requirements, Timing, Instruments and Institutional Arrangements

OECD (2010): Economic Policy Reforms: Going for Growth

OKAZAKI, K. AND FUKUMOTO, T. (2011): "Macro-financial Linkage and Financial Deepening in China after the Global Financial Crisis". Discussion Paper No. 2011-E-2. INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES. BANK OF JAPAN

ORTEA, R. M. (2009). "Crisis Financiera Global: Una Visión Heterodoxa". Instituto Abierto para el Desarrollo y Estudio de Políticas Públicas (IADEPP).

ORTIZ R. Y SCHORR, M. (2009): "Crisis internacional y alternativas de reindustrialización en la Argentina". UNSAM. Documentos de Investigación Social N° 7.

PALLEY, T. I. (2010). "The Limits of Minsky's Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crisis". Monthly Review, Vol. 61, N° 11.

HAKIM, P. (2010). "Rising Brazil: The Choices Ahead". Inter-American Dialogue.

ROZENWURCEL, G. (2009). "Orígenes y Enseñanzas de la Primera Gran Crisis Global del Siglo XXI". Documento de Trabajo N° 7, Centro iDeAS –UNSAM. Abril 2009.

ROUBINI, N. Y SETTER, B. (2004). "The U.S. as a Net Debtor: The Sustainability of the U.S. External Imbalances". Working paper, CES ifo Forum.

RODRIK, D. (2009): "'Growth After the Crisis,'" CEPR Discussion Papers 7480, C.E.P.R. Discussion Papers

ROUBINI, N. (2009): "Another BRIC in the Wall?" <http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini18/English>

ROUBINI, N. (2009): The Persistence of BWII? What Might a New Monetary Order Look Like? RGE Monitor

ROUBINI, N. (2010). "La Tragedia Griega de los 'PIIGS'". Artículo de opinión publicado en El Economista. (Disponible en: <http://www.economista.es/opinion-blogs/noticias/2083651/04/10/LA-TRAGEDIA-GRIEGA-DE-LOS-PIIGS-I.html>).

SORNETTE, D. Y WOODARD, R. (2009). "Financial Bubbles, Real Estate bubbles, Derivative Bubbles, and the Financial and Economic Crisis". Swiss Finance Institute Research Paper N° 9. May 15th 2009.

SPENCE, M. (2008). "Balance Sheets and Income Statements: Breaking the Downward.

Spiral". [ft.com/economists forum](http://blogs.ft.com/economistsforum/2008/11/balance-sheets-and-income-statements-breakingthe-downward-spiral/). November 24th 2008. (Disponible en: <http://blogs.ft.com/economistsforum/2008/11/balance-sheets-and-income-statements-breakingthe-downward-spiral/>).

SUMMERS, L. (2008). "Responding to an Historic Crisis: The Obama Program". Brookings Institution.

TAYLOR, J. B. (2007), "Housing and Monetary Policy". Symposium of Housing. Federal Reserve Bank of Kansas City en Jackson Hole, Wyoming, September.

TAYLOR, L. (2010). "Maynard's Revenge: The Collapse of Free-Market Macroeconomics". Harvard University Press.

TECNOBAIRES (2008). "TIC's - Tecnologías de la Información y la Comunicación". (Disponible en: <http://www2.buenosaires.gov.ar/tecnobaires/DemandaTecnol%C3%B3gica/SectorTIC.nex>)

TESLIK, L. H. (2008). "Interview, Martin Wolf, The Deep Roots of the Financial Crisis". Council on Foreign Relations. (Disponible en: <http://www.cfr.org/publication/17553/>).

TRICHET, J. C. (2009). "What Lessons Can be Learned from the Economic and Financial Crisis?". Speech at the 5e Recontres de l'Entreprise Européenne, Paris, France. March 17th 2009.

TULCHIN (2010): "United States Policy and Security Interests in Latin America" Programa de Cooperación en Seguridad Regional. Friedrich Ebert Stiftung

WALLERSTEIN, I. (2009). "Tras el Fin del Sistema-Mundo Capitalista, todas las Posibilidades están Abiertas". Entrevista realizada por Carlos Prieto y publicada en e4blog. Enero 2009. (Disponible en: <http://edicion4.com.ar/e4blog/?p=1040>).

MORRISON, W. M. (2009). "China and the Global Financial Crisis: Implications for the United States". Congressional Research Service.

WEISS, M.A. (2008). "The Global Financial Crisis: The Role of the International Monetary Fund (IMF)". CRS Report for Congress.

WHITE, L. H. (2008). "How Did We Get Into This Financial Mess?". CATO Institute Briefing Paper N° 110. November 18th 2008.

YONGDING, Y. (2010): "Will US fiscal deficits undermine the role of the dollar as global reserve currency? If so should US fiscal policy be geared to preserving the international role of the dollar?". "The Future Global Reserve System –An Asian Perspective", Cap 11.

<http://aric.adb.org/grs/papers/Yu.pdf>

BRZEZINSKI, Z. (1997). "The Grand Chessboard: American Primacy and Its Geos-trategic Imperatives". New York: Basic Books. October 1997.

BRZEZINSKI, Z. (2004). "The Choice: Global Domination or Global Leadership, Basic Books". March 2004.

BRZEZINSKI, Z. (2007). "Second Chance: Three Presidents and the Crisis of American Superpower". Basic Books. March 2007.



**Cuadernos de Economía N° 77**

se terminó de imprimir en junio de 2011  
en los talleres del Ministerio de Economía  
de la Provincia de Buenos Aires

*afición*  
*propiedad*



GOB. DANIEL SCIOLI

BUENOS AIRES GRANDE

**Buenos Aires**  
LA PROVINCIA