

La Discusión sobre la Crisis Mundial 2007-2010?

*Por diversos motivos no podré volver a escribir sobre la crisis hasta septiembre. Ello me lleva a alterar temporalmente la estructura con que he estado escribiendo estos avances. En lugar de diversos aspectos de la crisis en cada avance, éste será dedicado exclusivamente a la relación de la crisis con los llamados **desequilibrios globales**. Sin embargo, por el interesante estado actual de la economía mundial, más concretamente el estado de la recuperación para principios del 2011, considero necesario ofrecer unas pinceladas sobre su evolución. En el 4º avance, además de continuar con el examen de la evolución, trataremos los otros puntos que estaban programados originalmente en el 3º: la reforma del sistema financiero en Europa, la reforma del sistema monetario internacional y el Acuerdo Basilea III.*

Parte I. La Evolución

Panorama de la Evolución de la Crisis. El Estado de la Recuperación

Previamente, me parece conveniente sugerir que, para una mejor comprensión de este panorama, se relea la “Evolución Enero-Octubre 2010” del 2º avance, páginas 2 a 31. Así mismo es necesario hacer la siguiente explicación: La evolución más reciente de algunas variables no la voy a reseñar en las secciones respectivas a las cuales corresponde. Ello porque esos comentarios necesitan el conocimiento de algunos desarrollos, que en algunos casos todavía no he explicado aun. Por ejemplo: la reseña del crecimiento del PIB de los Estados Unidos en marzo correspondería hacerla en el segundo párrafo de la página 2, pero algunas de las explicaciones de ese comportamiento están más adelante. Por ello voy a escribir un párrafo que irá antes del último párrafo sobre los acontecimientos políticos en los países árabes, donde comento conjuntamente el desarrollo de algunas variables. La razón de esto es que yo no escribo simplemente de un pasado, sino que voy incorporando comentarios de la evolución económica que está ocurriendo a medida que escribo.

Habrán notado que en el título general del escrito, después del guión agregué “2010”, como signo de que el estado actual de la economía apunta a que la recuperación a partir de ese año sería irreversible. Luego, como consecuencia de los acontecimientos políticos en el Norte de África y también en otros países asiáticos, pero especialmente por el incremento derivado de los precios del petróleo, y también la tendencia alcista de las materias primas, además del terremoto-tsunami en Japón, me pareció prudente agregar un signo de interrogación. Aunque el Bureau of Economic Research dictaminó, como informamos en el 2º avance, que la recesión en Estados Unidos había finalizado en el segundo semestre del 2009, el débil crecimiento de la economía de ese país en 2010 y la crisis de la deuda griega que amenazaba ejercer una influencia negativa sobre la economía mundial hizo temer una doble recesión. Sin embargo, a partir del 3º trimestre el crecimiento estadounidense se aceleró un tanto y los pronósticos para el 2011 son de la continuación del crecimiento. En el caso europeo la recuperación continúa siendo débil y en el 4º trimestre del 2010 el Reino Unido tuvo una contracción del PIB del 0.5%. El ritmo de crecimiento de las economías en desarrollo y emergentes continúa siendo vigoroso, claramente superior al de los países desarrollados. Esto ha llevado a Olivier Blanchard a declarar que la recuperación se producirá a dos velocidades. En el boletín digital de diciembre pasado del FMI fue entrevistado. Respecto a la recuperación, esto declaró sobre los resultados económicos del 2010:

“Para responder de forma breve, no hubo sorpresas importantes. Habíamos pronosticado un crecimiento positivo pero escaso en las economías avanzadas, un crecimiento rápido en

las economías emergentes y, he aquí, que es lo que sucedió durante el año. Justamente, acabo de revisar y comparar los resultados de nuestros pronósticos de enero pasado. Para las economías avanzadas nuestras predicciones fueron exactas en el caso de Estados Unidos; las cosas fueron un poco mejor de lo esperado para los principales países de Europa; Japón tuvo un crecimiento mayor de lo que habíamos anticipado, pero parecería ser un fenómeno aislado. Con respecto a los países emergentes, nuestra predicción sobre China fue acertada; India tuvo un desempeño mejor del pronosticado. Sin embargo, decir que no hubo sorpresas importantes no es lo mismo que decir que todo está bien. No es así. La recuperación a ritmo dispar a dos velocidades, lenta en los países avanzados, rápida en los países emergentes, es asombrosa y sus características son cada vez más claras. Probablemente dominarán el panorama el 2011 y más allá”.

La economía de los Estados Unidos creció 2.6% y 2.8% en el tercer y cuarto trimestre de 2010, respectivamente, en contraste con el débil crecimiento de 1.7% en el segundo trimestre. Para 2011 los diversos pronósticos se sitúan en alrededor de 3% lo que significa una aceleración respecto al crecimiento de 2010, que fue de 2.6%, y el cual se compara favorablemente con la contracción de 2.6% en 2009. El consumo privado, que no había mostrado una reanimación importante, creció 4.1 % en el 4º trimestre, en términos anuales, casi el doble del 2.4% que mostró en el tercer trimestre, impulsado especialmente por las compras de bienes durables. La inversión fija no residencial creció en 4.4%, pero ello representa una fuerte desaceleración respecto al crecimiento de 10% acusado en el tercer trimestre. En la cuenta corriente de la balanza de pagos hubo una significativa mejoría, cuando las exportaciones de bienes y servicios crecieron en 8.8%, en tanto que las importaciones correspondientes se contrajeron en 13.6%. La bolsa ha tenido un continuo crecimiento paralelo a la recuperación, pero más intenso. A partir de fines de septiembre cuando el Dow Jones estaba en 10.000 puntos, mostró una tendencia fuertemente creciente hasta llegar a niveles de 12400 a mediados de febrero. A partir de los acontecimientos políticos del Norte de África ha tenido una reversión de ese crecimiento y una gran volatilidad, para situarse en 11.993.16 el 15 de marzo, influenciado además por el terrible terremoto-tsunami en Japón. Posteriormente se ha recuperado para situarse en 12.279 el 29 de marzo. La tasa máxima de inflación del 2010 ocurrió en enero, 2,6% y se mantuvo en alrededor de 2% hasta mayo. A partir de junio el nivel descendió hacia 1%, con un máximo de 1.5% en diciembre, habiéndose elevado a 1.6 % en enero 2011. Estos resultados se inclinan a favor de la posición de la Reserva Federal, en el sentido de que la economía no muestra tendencias inflacionarias, como argumento para su programa de expansión monetaria a través del QE2. Sin embargo, ese panorama puede cambiar en los próximos meses si se mantienen los altos precios del petróleo y de las materias primas.*

**Comentarista. Te puede sobrar razón... Los precios se colocaron esta semana santa en las estaciones de gasolina por encima de los 4 dólares el galón y hay una queja general por el costo del combustible... Obama, quien ya anunció que buscará la reelección se encuentra ahora con una encuesta reciente del New York Times/CBS News, según la cual 70% opinan que el país va por un mal rumbo económico..*

La recuperación en los Estados Unidos tiene varias áreas especialmente problemáticas. Una es el desempleo, que se ha mantenido en niveles inaceptablemente altos para una recuperación que se considere satisfactoria. Sin embargo, después de haberse mantenido por largos meses en 9.7%, comenzó a descender y se colocó en 8,9% en febrero. Pero ese nivel

no es satisfactorio y no se prevé a corto plazo un rápido descenso. En marzo continuó su lento descenso a 8.8%.

Otro aspecto preocupante es la situación del sector inmobiliario. Para el momento de escribir (27 de marzo) no he logrado las cifras de unidades de viviendas vendidas el 2010, pero las cifras parciales existentes indican que después de la reanimación inducida por el subsidio de \$8.000 a los primeros compradores, el mercado se derrumbó nuevamente; la venta de nuevas unidades en julio cayó a su más bajo nivel desde 1963. Paralelamente los precios continuaron el proceso descendente iniciado a partir del estallido de la crisis. Los desalojos fueron de 2.870.000 unidades y los pronósticos son de un aumento de 20 % en el 2011, 3.444.000 unidades. Las primeras informaciones del 2011 indican que el sector ha continuado su proceso de deterioro. De acuerdo con las cifras suministradas por el Ministerio de Comercio, la venta de nuevas casas en marzo fue de 250.00, una contracción de 16.9% respecto a las ventas de febrero, que fueron de 301.000 unidades. La cifra de febrero fue también inferior en 7,2 % a la del mismo mes de 2010: 347.000 unidades. Los precios continuaron bajando y en febrero fueron 9.6% inferiores a los de enero. Derivado de esa evolución, el precio promedio de una vivienda se colocó en \$156,900, el más bajo en nueve años. Aunque no he comentado cifras regionales sobre la vivienda en los Estados Unidos, me parece útil insertar dos comentarios que he recibido al respecto. El primero es de mi comentarista. * El segundo es de mi amigo Ralph de Martino, Presidente de la Asociación de Corredores de Bienes Raíces en Miami, en un artículo en el Miami Herald: ***“El mercado de bienes raíces de Miami continúa fortaleciéndose, como lo evidencia el crecimiento de las ventas y la absorción de inventarios en el primer trimestre del 2011. Los compradores internacionales y nacionales continúan aprovechando la disponibilidad record y el envidiable estilo de vida que Florida Sur ofrece. El fin de la recesión ha permitido un mejoramiento en la confianza del consumidor y una economía y un mercado de trabajo más saludables. Los mercados de bienes raíces de Miami y de Florida Sur, que consistentemente han superado a otros mercados en los Estados Unidos, parece preparado un crecimiento de corto y de largo plazo. Mientras propiedades con problemas están todavía afectando los precios promedio, particularmente en algunas áreas y algunos edificios, una actividad impresionante de ventas en lo que va del año, es indicativa de un futuro brillante.”***

***Comentarista.** Aunque una golondrina no hace verano, en el norte de Virginia y en general en el area metropolitana de Washington, la situación no está tan mala y al parecer tiende a mejorar..... Las cifras de marzo en el condado de Fairfax aumentaron un 4% en relación con el mismo periodo de 2010, según the Sun Gazette del 21 de abril, aunque las mismas cifras también indican que las unidades vendidas fueron 12% menos debido a que en el 2010 el mercado se encontraba artificialmente estimulado por el crédito impositivo otorgado a los compradores...Por su parte, el monto de la oferta en el primer trimestre de este año es 5,2 % menos que en el mismo periodo de 2010, lo cual indica que el mercado de vendedores ansiosos de liquidar sus viviendas tiende a disminuir.

A las dos semanas de haber escrito el párrafo anterior, leo un preocupante artículo de Carla Faried, aparecido en la sección de Finanzas de yahoo y basado en cifras de la consultora CoreLogic. Según esta información el mercado de la vivienda es tres veces peor del que aparece oficialmente. La base de esta afirmación es la siguiente: El inventario oficial de viviendas en oferta en el mercado es de 3.5 millones de unidades. Luego existe lo que es denominado “inventario sombra”: éste incluye viviendas que han sido desalojadas pero que todavía no están en venta y viviendas en las cuales el propietario está por lo menos en un 50% de mora en sus pagos hipotecarios, buena parte de las cuales en algún momento se pondrán en venta en un futuro. Y lo que es denominado “inventario sobre las aguas”: aquellas en que el valor actual de la vivienda está al menos 50% por debajo del valor de la

hipoteca (negative equity). Por la experiencia de la crisis, una proporción de esas casas irá al mercado en un futuro. Tomando en cuenta los tres casos, ese inventario total, de acuerdo al paso actual de las ventas, tardaría dos años en venderse, cuando la venta del inventario oficial tardaría 8.6 meses para su venta total.

El panorama en el área de la propiedad comercial luce mejor. El desplome que se había pronosticado no se produjo y en el 2010 hubo signos de mejoramiento. Los precios aumentaron en 19% y según un estudio del Instituto Tecnológico de Massachusetts las transacciones podrían crecer en 40% en 2011. Según un estudio de Price Waterhouse Cooper, las ventas se elevarían durante los próximos tres años, impulsadas por una mayor confianza de los inversionistas: ***“Los compradores, alentados por el aumento del empleo, la reanimación de los negocios y el optimismo del consumidor, saltarán al mercado antes de que suban las tasas de interés y la competencia de los compradores presionará los precios hacia el alza”*** (mercado de compradores). Al respecto dice el ***Special Report on Property***, aparecido en la revista The Economist del 5 de marzo: ***“En un aspecto crucial, la burbuja en la propiedad comercial fue menos peligrosa que en el sector residencial: no hubo un boom de construcciones y por lo tanto no hubo sobre-oferta...”***. Y refiriéndose a lo sucedido a escala mundial y no estrictamente al caso de los Estados Unidos: ***“Realmente, si va a haber un desequilibrio en la propiedad comercial ahora, es más probable que sea de escasez de oferta”***.*

****Comentarista.*** Esto puede tener bastante sentido....La crisis en el sector de vivienda puede haber generalizado una actitud de “wait and see” en el área de los promotores y constructores de las nuevas edificaciones comerciales...

Los problemas del desempleo y del sector inmobiliario están estrechamente entrelazados: el alto desempleo constriñe el poder adquisitivo de los trabajadores, lo cual influye en la mora de los pagos hipotecarios y la situación de estancamiento del sector frena el empleo en una actividad que absorbe una proporción importante de mano de obra. Al respecto, Raghuram Rajan, en un artículo en el Financial Mirror del 12 de enero, en el cual discute si los problemas del desempleo tienen su origen en la demanda o en la oferta afirma: ***“Cualquiera que sea la explicación correcta, la historia de las recesiones sugiere que no debemos estar sorprendidos de que la recuperación esté tomando tiempo. Sin embargo, hay un aspecto del problema que es diferente esta vez: los despidos en la construcción. Aquí yace una explicación adicional por el débil crecimiento del empleo, así como una saludable lección sobre política...Es difícil creer que algún incremento en la demanda agregada impulsará el mercado inmobiliario...suficientemente para emplear todos esos trabajadores. Hurst estima que este desempleo “estructural” puede representar tres puntos porcentuales del desempleo total. En otras palabras, si no fuera por la construcción, la tasa de desempleo sería 6.5% (cuando la tasa era 9.5%)...”***.*

La situación del sector inmobiliario lleva a algunos analistas a afirmar la existencia de una válvula que puede estallar. A este respecto Gary Shilling, en la edición del 28 de febrero de la revista Forbes dice: ***“La declinación del 20% en los precios de las viviendas que yo predigo en los próximos años, puede también hundir la economía de Estados Unidos. Culpe al exceso de inventarios –el enemigo mortal de los precios-. Alrededor de 1.5 millones de unidades habitacionales por encima de los niveles normales del inventario son visibles, y con al menos otro medio millón en manos de los dueños que no las han ofrecido en el mercado pero quieren vender.”*** Respecto a lo comentado en este párrafo, ¿han leído ustedes antes algo parecido? **

****Comentarista.*** En algún momento leí que Obama quería meterle centavos a la construcción de obras de infraestructura, bien para ampliarla o para mantenerla en buen estado...Aquí en el norte de Virginia se está construyendo una nueva línea del metro que lleva al aeropuerto de Dulles y atraviesa Tyson Corner, lo cual no

ha dejado de generar empleo, sobre todo para los latinos procedentes de países centroamericanos, principalmente de El Salvador y Honduras...

*** No he escuchado mucho alboroto sobre una crisis como la que pronostica Shilling...Más bien en algunos estados hay señales de recuperación o al menos indicadores de que la situación inmobiliaria ha tocado fondo...*

Hacia el final del 8 de abril estuvo a punto de suceder algo insólito y muy grave: **grandes áreas del gobierno federal de los Estados Unidos dejarían de funcionar**. La causa: el impasse que se presentó entre el gobierno de Obama y el Partido Republicano, que desde las elecciones de noviembre del 2010 tiene mayoría en la Cámara de Representantes y, por lo tanto pueden tomar decisiones y aprobar leyes, aunque sean bloqueadas luego en el Senado, donde el Partido Demócrata mantuvo la mayoría, aunque muy estrecha. Cuando el gobierno presentó el proyecto de presupuesto que debería comenzar el 1º de septiembre del 2010, no fue aprobado en la Cámara de Representantes; dicho presupuesto contemplaba una reducción de \$33.000 millones en los gastos, pero los republicanos aspiraban a una reducción de \$61.000 millones. A partir de entonces, se aprobaron diversas extensiones temporales del presupuesto, hasta llegar a la fecha límite del 8 de abril. Entre las actividades afectadas estarían los parques nacionales, las clínicas federales, los contratos del gobierno por la prestación de servicios por parte de compañías privadas quedaban cancelados, pero el Ejército seguiría funcionando. Quedarían trabajando sólo los trabajadores clasificados esenciales para evitar el colapso de cada área. En el transcurso de las negociaciones, el partido republicano había propuesto una reducción de \$40.000 millones. En las últimas horas del día límite, se llegó a un arreglo de una reducción de \$38.500 millones en los seis meses que restan del año fiscal, hasta el 1º de septiembre. Sin embargo, esto no pone punto final al problema. El gobierno presentó en febrero el proyecto de presupuesto para el año fiscal que comienza en septiembre próximo y los republicanos van a insistir en la reducción de \$61.000 millones. Por otra parte, entre la segunda quincena de abril y el mes de mayo se llegará al tope de endeudamiento permitido, que es \$14.300 millones y Obama aspira a elevar ese límite, a lo cual seguramente se opondrá el Partido Republicano en la Cámara de Representantes. Aunque la palabra que voy a usar no es usual en informes económicos, hubiera sido imperdonable si no se hubiera llegado al acuerdo mencionado y el país más poderoso del mundo no hubiera podido continuar con las funciones de gobierno. La pérdida de prestigio y de la confianza internacional hubiera sido altamente negativa. Ese aspecto presenta varias facetas. Por una parte está la diversa concepción de Obama y del partido republicano respecto al rol que debe jugar el gobierno en la economía, especialmente en el último caso por su rama más extrema, que aspira a un desmantelamiento radical de las funciones gubernamentales, el llamado “tea party”. Obama está consciente de la necesidad de reducir la deuda federal, pero ni en las cantidades ni en las ramas donde deben hacerse los mayores cortes hay coincidencia. En las estimaciones fiscales del gobierno se proyecta que dados los cortes programados, la deuda actual del 12% del PIB, se reduciría a 3% en 2015. Sin embargo, según informaciones facilitadas por el columnista del Sunday Times, Irwin Seltzer, algunos estudios que se han hecho no son optimistas al respecto. La Oficina de Presupuesto del Congreso analizó el presupuesto gubernamental y llegó a la conclusión de que con esa estructura, en una década el déficit federal alcanzaría a 9.500 billones, \$2.500 billones más de lo estimado por el gobierno. El último avance de este escrito estará dedicado a la relación de la crisis con el funcionamiento general de los mercados y por tanto también sobre la intervención estatal en la economía; allí abundaremos sobre esta materia. La otra faceta es la repercusión que hubiera tenido el cierre gubernamental en la todavía frágil recuperación, tan difícilmente lograda. No hay duda que hubiera tenido efectos negativos. Goldman Sachs ha estimado que el cierre gubernamental hubiera representado el equivalente

de \$8.000 mil millones de reducción de gastos por semana, lo que es considerado una suma de cierta significación. Aunque han ocurrido otras situaciones de cierre gubernamental, por las mismas causas examinadas arriba, el último en 1995, en esta ocasión el impacto sobre la recuperación hubiera realzado las consecuencias negativas y la pérdida de prestigio de ambos partidos y de la propia nación estadounidense como un todo. Yo me atrevo a afirmar que el conflicto que se desarrolló, a pesar del acuerdo final, ha debido afectar en alguna medida a la economía, por ejemplo, la suspensión temporal de inversiones privadas programadas, por la incertidumbre del futuro.

Una muestra de la agresiva política del partido republicano frente al gobierno de Obama ocurrió el 15 de abril, cuando la Cámara de Representantes aprobó una reducción de gastos por \$6.100 billones en la próxima década por el cual, entre otros aspectos, se hace un cambio radical en la ley de salud aprobada el año pasado, transformando el servicio del pago directo de las cuentas por el gobierno a uno en forma de vouchers, en el cual el paciente puede escoger la institución privada de su preferencia y el gobierno otorga un subsidio. Por supuesto, esa decisión no se convertirá en ley porque será negada en el Senado, pero es indicativa de la situación conflictiva que habrá entre el gobierno y la oposición hasta la realización de las elecciones presidenciales el 2012. Tres días más tarde, el 18 de abril, la calificadora S&P amenazó con rebajar la categoría tripe A de Estados Unidos, si no se toman medidas para reducir el déficit fiscal, insostenible según sus apreciaciones. Lo que significa el anuncio de la calificadora es que de aquí en adelante su perspectiva de la economía estadounidense estará en la categoría de negativa que podría llevar en algún tiempo a la baja de su categoría. Esta evolución provocó una brusca caída de las bolsas en los Estados Unidos. El Dow Jones cayó a 12.121.14 puntos, lo que representa una contracción de 1.79%, en tanto que Nasdaq cayó 1.88% el 18 de abril y el índice mundial del Financial Times se contrajo en 1.8%. El descenso en la categoría de Estados Unidos tendría consecuencias incalculables para ese país y para el mundo.

La Unión Europea (EU27) tuvo un crecimiento del PIB de 1.8% en el 2010 lo que representa una notable mejoría respecto a la contracción de 4.9% ocurrida en 2009. Entre este crecimiento y el de la zona del euro hay apenas una diferencia de un 0.1 punto porcentual a favor de ésta última, lo cual es un elemento de contradicción con lo que ha sido expresado en algunos círculos, sobre la distinta evolución de dos grupos de países, más favorable en los países del centro y norte que en la llamada periferia, los países del sur.. El 1º de marzo la Comisión Europea anunció sus pronósticos revisados para la economía europea el 2011; en lo que respecta al crecimiento del PIB se estima 1.8% para EU27 y 1.6% para la zona del euro, ambas estimaciones están elevadas en 0.1 puntos porcentuales respecto al pronóstico realizado en el otoño del 2010 y prácticamente el mismo crecimiento de 2010. Esto confirma las estimaciones de la mayoría de los análisis, en el sentido de que Europa continuará todavía con un débil crecimiento. Menos brillante es la situación del desempleo, que sigue siendo muy alto y se colocó en 9.5% en febrero en EU27 mientras en la eurozona fue más alto, 9.9%. En febrero la inflación fue de 2.8% en EU27 y de 2.4 % en la zona del euro. Ese promedio resulta de muy distintas evoluciones, desde un mínimo de 0.9% en Irlanda y un máximo de 7.6% en Rumania. Ese resultado, y también el de enero para la zona del euro, 2,4%, es superior al objetivo del Banco Central Europeo de mantener la tasa de inflación por debajo de 2% y ha habido insinuaciones de que el Banco pronto podría elevar la tasa de interés, tal vez en abril. Una decisión como esa tendría consecuencias sobre el proceso de recuperación europea y afectaría particularmente a Grecia, a Irlanda y Portugal, los países europeos más endeudados. Efectivamente, el BCE aumentó su tasa de interés marcadora en 0.25 puntos porcentuales el 7 de abril, para colocarla en 1.25%. Ello quiere

decir que le dio prioridad a la lucha contra la inflación y acercarla a la meta de 2%, frente a las repercusiones que esa medida pueda tener sobre la débil recuperación, sobre todo si esa medida es el inicio de una serie de aumentos, sobre lo cual el Presidente del banco declaró frente a la pregunta de un periodista: *“Nosotros no hemos decidido hoy que ésta es la primera de una serie de incrementos”*, es decir, no negó que ello pudiera ser. En esa decisión se muestra la posición del banco, en el sentido de que la estabilidad de precios es requerimiento indispensable para una recuperación satisfactoria. En el transcurso del año observaremos el desarrollo de esa política y sus efectos tanto sobre la inflación como sobre el crecimiento de la Unión Europea. Previamente la tasa de inflación se había acelerado a 2.6% en marzo en la zona del euro y a 3.1% en la Unión en su conjunto, influenciada especialmente por el alza en los precios de las materias primas.

La economía europea más dinámica es Alemania. Su PIB creció en 3.3% en 2010, casi dos veces el crecimiento de la Unión Europea. Su tasa de desempleo -7.1%- fue menor que la de EU27 y su tasa de inflación 1% es menos de la mitad del promedio europeo. Donde se ha producido recientemente una notable diferencia entre el EU27 y la zona del euro es en el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En 2010 el déficit acusado por EU27 fue siempre mayor en todos los trimestres, pero en los dos primeros esa diferencia fue mucho menor que la ocurrida en los dos últimos. En el tercer trimestre el déficit de EU27 fue 1.71 veces mayor que en la zona del euro (-34.9 mil millones de euros vs -20.400 mil millones de euros respectivamente). Pero en el tercer trimestre esa relación se elevó a 2.37 veces (-19.7 mil millones de euros vs -8.3 mil millones de euros). Puede notarse entonces que en los dos grupos de países se redujo el déficit, pero más intensamente en la zona del euro. Esa discrepancia se amplió notablemente cuando el déficit de EU27 se elevó notablemente a -30.4 mil millones de euros mientras que el de la zona del euro incluso disminuyó a -7.6 mil millones de euros. Para el momento en que escribo -18 de marzo- el detalle de las estadísticas publicadas no permite hacer un examen de los factores que determinaron esos resultados.

En el 2º avance tratamos sobre la crisis de la deuda griega en 2010 y sus repercusiones. (pp. 4-7). El paquete de decisiones por parte de la Unión Europea y Grecia, allí descrito, alivió la situación crítica que se había desarrollado. Posteriormente, Irlanda se vio envuelta en una crisis similar y tuvo que usar el mecanismo conjunto de financiamiento de la Unión Europea y el FMI. Hacia fines de 2010 y principios del 2011 la situación fiscal y financiera griega empeoró y nuevamente se abrió la posibilidad de que ese país entrara en cesación de pagos. La calificadora Moody's rebajó a principios de marzo la categoría de su deuda soberana, lo cual hizo más difícil la situación, pues ello significa una elevación de la tasa de interés en los mercados financieros. En febrero estaba muy claro que había que tomar medidas para evitar una suspensión de los pagos de la deuda griega. Sin embargo, la Canciller alemana, Angela Merkel, respaldada por el Presidente francés, sostuvo que una solución no podía estar en simplemente financiar los nuevos requerimientos griegos, sino que ello debía estar integrado en un acuerdo que profundizara los compromisos de austeridad de Grecia y de cualquier otro país europeo que se encontrara en el futuro en una posición similar. Ello comenzó a implementarse en una reunión el 11 de marzo de los Jefes de Estado de la zona del euro, sobre la cual indicamos de seguidas las principales decisiones.

- *Se establece un acuerdo titulado “El Pacto para el Euro”, con el objetivo de establecer una coordinación más fuerte en la política económica para la competitividad y la convergencia. En la reunión del Consejo Europeo del 24 y 25 de marzo el pacto será presentado a los países no miembros del euro, para que decidan*

si lo endorsan o permanecen fuera. A continuación se resumen los principales aspectos del comunicado que fue emitido sobre la reunión.

- Los jefes de estado elogiaron el progreso hecho por Grecia en su programa para combatir la crisis y su anuncio de un plan de privatización por un monto de 50.000 mil millones de euros para mejorar sus cuentas fiscales. Así mismo le dieron la bienvenida al sistema fiscal estricto y estable que implementará Irlanda. La facilidad financiera –European Financial Stability Facility –EFSF- que tiene una duración de tres años, será reemplazada por un esquema permanente, el European Stability Mechanism –ESM-. Este mecanismo tendrá una capacidad de préstamos de 500 mil millones de euros. Los Ministros de Finanzas quedaron encargados de terminar de implementarlo para ser presentado en la siguiente reunión de marzo. Mientras entra en vigor el ESM, la capacidad de préstamos efectiva del EFSF será el monto total que había sido aprobado, 440 mil millones de euros. Previamente había sido solamente de 250 mil millones de euros, debido a que la diferencia se usaba como garantía. Los préstamos que otorgue el mecanismo se decidirán por pedido de uno de los miembros de la zona del euro y cuando el análisis que se haga al efecto, indique que éste es estrictamente indispensable para la estabilidad del euro como un todo y estarán sujetos a una estricta condicionalidad bajo un programa macroeconómico de ajuste.
- Al tomar en cuenta los compromisos de Grecia en su programa de ajuste, la tasa de interés de su préstamo se rebaja en un punto porcentual y el plazo de amortización se eleva de 5 a 7.5 años, para homogeneizarlo con el préstamo del FMI. **Irlanda rechazó la propuesta en la baja de la tasa de interés, porque a cambio tenía que modificar su baja tasa impositiva para las empresas, 12.5%, por considerarlo un precio a pagar demasiado alto.**
- Serán hechas pruebas de fatiga –stress tests- a los bancos a ser completadas el próximo verano. Los países miembros deben tener listos los programas para tratar cualquier vulnerabilidad mostrada por un banco.
- Se explorará la introducción de un impuesto a las transacciones financieras, a ser aplicado en la zona del euro, en la Unión Europea y a niveles internacionales.
- Se anuncia la presentación a corto plazo de un proyecto legislativo para una base consolidada común de impuesto a las empresas. Se ha mencionado 17% como el porcentaje que se propondrá. **Este impuesto afectaría particularmente a Chipre, Malta e Irlanda, que tienen niveles impositivos bajos, atractivos para las inversiones extranjeras.** Se ha mencionado también la posibilidad de introducir una tasa impositiva común para las empresas.

El Pacto para el Euro abona a la posición de los que hablan de una Europa a dos velocidades. A los países no miembros de la zona del euro el pacto se les ofrecerá como un hecho cumplido, o lo tomas o lo dejas. Todavía no he leído reacciones oficiales de esos países, con excepción de una intervención del primer ministro polaco, citado por The Economist: **“Por qué ustedes están tratando de humillarnos”**, hablando a los líderes de Alemania y de Francia. Esas se conocerán, a más tardar, en la reunión del 24 y 25 de marzo. Ya han aflorado algunas críticas a las decisiones tomadas y, por supuesto, ellas continuarán. Por ejemplo, el Financial Times en un editorial del 12 de marzo dice: El Pacto **“se concentra en**

propuestas para fortalecer la disciplina fiscal, elevar la competitividad, y mejorar la coordinación de las políticas económicas. No tiene nada que ver acerca de la debilidad de los bancos europeos y la espectacular asignación de recursos del sector privado que contribuyó a la crisis. Con los miembros más vulnerables de la zona del euro una vez más bajo sitio en los mercados de bonos esta semana, la cumbre luce peligrosamente como una oportunidad desperdiciada...Las autoridades de la zona del euro están todavía reacios a aceptar que el origen de la crisis de la deuda no descansa en los errores de política de los irlandeses y de los gobiernos de los países del sur de Europa, sino en la voluntad en Alemania y otros países medulares y también en los “periféricos” de involucrarse en préstamos imprudentes y peligrosas inversiones”. El The Economist, en su edición del 12 de marzo titula su artículo sobre este aspecto “El Pacto Divisivo” y comenta: “De una forma u otra, la crisis de la deuda soberana está empujando a la zona del euro hacia una integración más profunda. A menos que el proceso sea manejado con cuidado, el día puede venir en que las reuniones separadas pueden ser vistas como la manifestación de la separación de la zona del euro del resto de la Unión Europea” Y refiriéndose a la esencia del pacto: “Es necesario preguntarse si el pacto apunta hacia los verdaderos problemas. Una causa de la confusión de los mercados es el temor al contagio por la fragilidad de los bancos europeos. Pero Alemania, astutamente, propone nuevas pruebas de fatiga y se muestra reacia a recapitalizar a sus instituciones”.

La reunión del Consejo Europeo del 24 y 25 de marzo se efectuó como estaba prevista. Seis países no miembros de la eurozona se adhirieron al pacto: Bulgaria, Dinamarca, Latvia, Lituania, Polonia (a pesar de la frase mencionada arriba) y Rumania. Quedaron, por lo tanto, voluntariamente fuera, la República Checa, Hungría, Suecia y el Reino Unido, y queda abierto para los otros miembros de la Unión Europea que no se adhirieron en esta oportunidad. Al momento de escribir no conozco declaraciones de estos últimos países, explicando su exclusión. Sin embargo, en el caso del Reino Unido, esa negativa se daba por descontada. Este país no es miembro de la zona del euro porque no haya cumplido con todos los requerimientos que se exigen para ello, sino porque los gobiernos no se han decidido a intentarlo y la población es reacia a abandonar la libra esterlina. En Gran Bretaña no se ha hecho referendo sobre la entrada a la eurozona, pero seguro que si se hiciera el resultado sería un NO. Como resultado de esas adhesiones el pacto fue retitulado **Euro plus Pact**. La reunión confirmó el mecanismo que entrará en vigor en 2013, con un capital de 500 mil millones de euros. Pero la elevación de la capacidad de préstamos del EFSF a 444 mil millones de euros, tanto por razones técnicas como políticas (hay elecciones próximas en algunos países) quedó pospuesta para mediados de año.

Los primeros comentarios críticos que he leído sobre las decisiones de esa reunión, van en el mismo sentido de las que cité respecto a la primera reunión de marzo. El Editorial del Financial Times del 26 de marzo en su subtítulo dice: **“Lo que se aprobó no ayuda y lo que ayuda no se aprobó”**. Y argumentando esa afirmación: **“Los cambios que habían sido preparados para mejorar el único instrumento serio que tiene Europa para contener el pánico en el mercado de bonos, el EFSF, fue dejado en el limbo. Se había llegado al acuerdo “en principio” de equipar al EFSF con el total de 440 mil millones de euros de que nominalmente goza. Pero hasta allí llegó el principio: con Alemania y Finlandia pendiente de elecciones, esa decisión fue pospuesta hasta junio. Pero el más grande defecto del gran acuerdo fue la falta de atención al problema más insidioso: un sistema bancario donde los hedores de los muertos vivos se mantienen contaminando los prospectos de las instituciones sanas.”** Por su parte, Bill Emmot en el The Times del 28 de marzo afirma: **El está correcto:** (refiriéndose a unas declaraciones de Mario Draghi, Presidente del Banco de

Italia y candidato a ser el próximo presidente del Banco Central Europeo). ***“La moneda europea ha sido un éxito económico. Su propósito fue lograr estabilidad de precios e impulsar el comercio entre sus miembros, y eso lo ha logrado. Pero es un fracaso político. Se esperaba que uniera a los miembros de la eurozona y los está dividiendo más profundamente...La hipótesis de trabajo del ESM y los dos paquetes de rescate (para Grecia y para Irlanda) es que todas las deudas soberanas será pagadas totalmente, que no habrá reestructuraciones o cesación de pagos a la manera latinoamericana.”***

El 7 de abril Portugal pidió oficialmente financiamiento del mecanismo conjunto Unión Europea-FMI. Aunque por su difícil situación económica y de endeudamiento, desde hacía tiempo se había hablado de la posibilidad que el país tuviera que acudir a ese recurso, esa decisión fue presionada por varios acontecimientos. El 23 de marzo el Congreso rechazó el programa de austeridad presentado por el primer ministro, ante lo cual éste renunció y se decidió ir a elecciones adelantadas en junio. Casi concomitantemente, la calificadora Standard & Poor redujo la calificación del país de A- a BBB; esto causó que la tasa de interés para su deuda se elevara a 7.9%, en circunstancias en que el país tiene que pagar deudas por 4.500 millones de euros en abril. Adicionalmente los bancos portugueses anunciaron su decisión de no seguir comprando bonos de la deuda gubernamental. La Unión Europea ha respondido al pedido de financiamiento con una dura posición. Habrá negociaciones para un programa de austeridad más profundo que el rechazado por el Congreso, en el cual estarían incluidos programas de privatización y de apertura económica, con el objetivo de que se apruebe el financiamiento en junio, probablemente por un monto de 80.000 millones de euros.

El tipo de cambio del euro con el dólar ha fluctuado, en lo que va de 2011, influenciado especialmente por las percepciones del mercado sobre los niveles de riesgo, más concretamente respecto a la crisis de la deuda en Europa. El tipo de cambio con la mayor apreciación del dólar se obtuvo el 7 de enero: 1.2961 dólares por euro. A partir de allí comenzó una tendencia a la apreciación del euro, con diversas fluctuaciones, para llevar el tipo de cambio el 30 de marzo a 1.4066. En esa última tendencia del euro, un factor importante son las decisiones comentadas arriba sobre la resolución de reforzar el financiamiento a los países europeos con problemas, a pesar de las fallas que han sido comentadas.

Las primeras estimaciones económicas para el 2010 confirman lo que se ha venido observando a lo largo de la crisis: el mayor dinamismo y la más rápida recuperación por parte de los países en desarrollo y emergentes. El examen que sigue será hecho por regiones: Asia, África y América Latina.

Según los últimos pronósticos del Banco de Desarrollo Asiático, Asia fue el Continente de mayor crecimiento en 2010, 8.6%, superando así el pronóstico previo de 8.2%. La revisión del pronóstico, se debe al más fuerte crecimiento del esperado en el tercer trimestre del Este de Asia, China, Hong Kong y Tapei, que resultó de 9.2% en lugar de 8.6%. India crecería a una tasa de 8.5%, lo cual se atribuye a los excelentes resultados en la agricultura y en la industria manufacturera.

Las estimaciones hasta mediados de marzo indican que China creció 10.3% en 2010, una tasa más alta que la de 2009, de 9.2%. En el cuarto trimestre el crecimiento fue de 9.8% respecto al mismo período del año anterior. El indicador de inflación tuvo un crecimiento en el año de 3,3%, por encima del 3% que había sido fijado como objetivo por el Gobierno.

Otras cifras relacionadas con esta variable tuvieron un crecimiento más alto: el índice de precios al productor a nivel de precios al por mayor creció 5.5%. Otras variables importantes tuvieron elevados crecimientos: el valor añadido industrial creció 15.7% y las utilidades de las grandes industrias –las que tienen más de \$750.000 en ingresos- crecieron en un impresionante 49.4%.

En 2010 y lo que va de 2011 se han intensificado los análisis sobre la evolución de la inflación en China y sobre las amenazas de una burbuja inmobiliaria. Las cifras de inflación de los últimos meses de 2010 y los primeros meses de 2011 han sido superiores al promedio anual del año anterior, habiendo sido en febrero de 4.9%, agudizando los temores de que se produzca una fuerte presión inflacionaria. Los factores que han sido señalados como causantes del repunte inflacionario son: el crecimiento de los sueldos y salarios que se ha producido tanto en el sector gubernamental como en empresas privadas y el elevado crecimiento de los préstamos bancarios. Según la revista *The Economist*, el 75% del aumento de los precios está concentrado en los alimentos que, según se sugiere, se origina en una demanda más alta que en una débil oferta, **“en la medida en que los hogares aumentan su riqueza, la carne, aves y leche, (como alimentos de nivel superior para ese país) aumentan su importancia en el presupuesto familiar”**. Otras opiniones señalan la amenaza de una economía sobrecalentada por un extraordinario crecimiento de la oferta monetaria, en 50% desde 2009, la existencia de bajas tasas de interés y un extraordinario crecimiento de los préstamos bancarios. Para hacer frente a esas tendencias, las autoridades monetarias han elevado tres veces las tasas de interés desde octubre pasado, elevaron en seis oportunidades los requerimientos de reservas de los bancos, llegando a una elevada cifra final de 18.5%. Así se han establecido cuotas de préstamos para los bancos, que según algunas informaciones son evadidas por estas instituciones.

Cuando escribo, 21 de marzo, no he encontrado informes recientes sobre el comportamiento de la economía africana en 2010. Sin embargo, ***todos los pronósticos indican que el año pasado fue de un crecimiento promisorio para ese Continente***. En su lugar voy a comentar un estudio relacionado de *The Economist*. Se encontró que en el período 2001-2010 de los diez países con los más altos crecimientos en el mundo (con más de 10 millones de habitantes), seis fueron de África: Angola (que tuvo el mayor crecimiento 11.1%), Nigeria, Etiopía, Mozambique y Rwanda, Los otros cuatro países son China, Myanmar, Kazakhsan y Cambodia. Ello contrasta con el hecho de que en las dos décadas que terminaron el 2000, sólo un país africano, Uganda, figuró entre los diez primeros. Además, en los pronósticos de mayor crecimiento para el período 2011-2015, son siete los países africanos: Etiopía, Mozambique, Tanzania, Congo, Ghana, Zambia y Nigeria. Los otros tres países son China, India y Vietnam. En cambio, la economía más grande del Continente, Sur África, ha tenido un débil crecimiento de 3.5% en la última década. El estudio atribuye las causas de ese repunte de África al crecimiento de la inversión extranjera, especialmente la proveniente de China, a la ayuda extranjera, a la anulación de deudas por parte de los países desarrollados, a los altos precios de las materias primas y al mejor manejo de los recursos por parte de los gobiernos. Se cita también el pronóstico de Standard Charter, según la cual la economía africana crecería en los próximos 20 años a una tasa interanual de 7%, ligeramente superior a la de China. La evolución reportada no significa que África haya superado sus problemas estructurales, entre los cuales resalta la pobreza de gran parte de la población, pero es un movimiento en la dirección deseada. Se necesitará un crecimiento satisfactorio con políticas económicas y sociales adecuadas para que el Continente pueda superar el nivel actual del subdesarrollo y de pobreza extrema.

La Cepal publicó en diciembre el *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2010*. **Según esas primeras estimaciones la región habría crecido en un 6%, después de una contracción de 2.8% el 2009**, lo que significa un crecimiento del ingreso per cápita de 4.8%, aunque pronostica una disminución de la tasa de crecimiento a 4.2% el 2011. Esa rápida recuperación la atribuye el organismo a **“la intensa actividad contracíclica que desplegaron los gobiernos de la mayor parte de la región”**. Una puntualización muy importante es que la mayoría de los países de la región se encuentran ya en niveles de pre-crisis y sólo dos países experimentaron una contracción económica, Haití y Venezuela. El informe plantea los desafíos que enfrenta la región para que esa recuperación se convierta en un crecimiento sostenido: **“Más allá del corto plazo, se plantean diversos interrogantes acerca de la posibilidad de que esta rápida recuperación se transforme en una reactivación del crecimiento sostenido. En efecto, el ambiente externo sigue afectado por altos niveles de incertidumbre y dudas acerca de cuán sólida es la recuperación de las economías avanzadas. Al mismo tiempo, la fortaleza relativa de las economías emergentes y, en especial, de varios países de la región, ha comenzado a incrementar el flujo de capitales hacia América Latina y el Caribe. Esta situación ha originado ciertas apreciaciones de las monedas.”** Se plantea entonces el mismo problema que hemos comentado en el 2º avance sobre los países emergentes asiáticos y el cual se examina en la siguiente sección sobre los desequilibrios globales. Ante esa problemática algunos países de la región, particularmente Brasil, han impuesto diversas regulaciones a la entrada de capitales de corto países y sus bancos centrales han acumulado reservas para **“evitar o disminuir el ritmo de apreciación.”**

Uno de los signos claros de la recuperación es el comportamiento del comercio mundial. Hasta octubre del 2010, dicha variable se había incrementado, en términos anuales en 11.9%, lo que contrasta con la fuerte contracción en 2009. Adicionalmente, el volumen de las exportaciones recuperó, el mes mencionado, las pérdidas que había tenido durante la crisis y estaban 0.8% por encima del nivel que tuvo en agosto del 2008, según anuncia el Banco Mundial. El crecimiento del volumen de las exportaciones de los países en desarrollo, en términos anuales, -15.5%- superó en 50% el correspondiente a los países desarrollados -10.4%- . Es importante que en esa evolución influyó especialmente las importaciones de bienes de capital de los países en desarrollo provenientes de los países desarrollados, lo que reforzará, a través de un incremento de la capacidad instalada o reemplazo de equipos, el producto potencial del mundo en desarrollo, abonando así al mayor dinamismo que muestran estas economías * Posteriormente el FMI dio a conocer sus estimaciones para el 2010, las cuales indican que el volumen de comercio creció en 12.4%, con un crecimiento de las exportaciones de 12% para los países avanzados y de 14.5% en los países emergentes y en desarrollo; por su parte las importaciones crecieron 11.2% en el primer grupo de países y 14.5% en el segundo grupo. Esas cifras confirman la recuperación del comercio mundial indicada arriba.

***Comentarista.** *En América Latina, es posible que el mayor peso en esta consideración lo tenga la economía brasileña.....y en alguna medida México...El resto, tengo mis dudas.*

Una seria amenaza a la marcha de la recuperación lo constituye la tendencia alcista de los precios de las materias primas, especialmente de los alimentos, a partir del segundo semestre de 2010. El índice de precios globales de los alimentos de la FAO que incluye cereales, carne, aceites, productos lácteos y azúcar creció en 40% desde junio 2010 hasta enero y fue 5% más alto que la cifra de junio de 2008, que había sido el índice más alto hasta ahora. En febrero se produjo el octavo aumento consecutivo mensual, con un nuevo crecimiento del 2.2 %. Un conjunto de factores tanto naturales como económicos ha incidido en esa evolución; la recuperación económica ha repercutido en una mayor demanda,

especialmente en los países desarrollados y emergentes, particularmente en China; como una tendencia que viene ocurriendo en el más largo plazo, el cambio de hábitos en la dieta alimenticia que viene ocurriendo en los países emergentes al elevarse su ingreso, incidiendo en que varios alimentos, como la carne, hayan elevado su proporción en el presupuesto familiar, convirtiéndose así esos países en fuertes importadores netos de esos productos, cuando en algunos ocasiones se autoabastecían; la ocurrencia de fenómenos naturales, como demasiadas lluvias o sequías, ciclones, tormentas de nieve que han arrasado cosechas; el hecho de que algunos países, para prevenir la escasez hayan hecho compras masivas de algunos productos; y las restricciones a las exportaciones de algunos países para proteger a su población pero causando escasez y por tanto aumentos de precios en el resto del mundo. Lógicamente esos aumentos de precios inciden en la inflación de los países, pero con mayor fuerza en los países desarrollados y emergentes que en los desarrollados, puesto que en los primeros la proporción del ingreso dedicada a la alimentación es mucho mayor. El Presidente del Banco Mundial estimó que como consecuencia de los aumentos de precios, desde junio del 2010, 42 millones de personas habían engrosado a la población considerada en pobreza extrema, con su terrible secuela de una mayor mortalidad, especialmente en la población infantil, por insuficiencias nutricionales. Adicionalmente, los aumentos en los precios del petróleo, sobre lo cual tratamos más abajo, presionan sobre la inflación, no sólo por los aumentos en los precios de los productos de consumo derivados, sino porque algunos derivados son un insumo importante en la producción agrícola..

Qué tan persistentes en el tiempo serán esos aumentos y su influencia sobre la inflación? Algunas opiniones, que llamaremos optimistas, no consideran esos desarrollos una amenaza real. Por ejemplo la revista *The Economist*, después de informar que dos miembros del Comité de Política Monetaria del Bank of England votaron en enero por un alza inmediata en las tasas de interés, afirma: ***“Sin embargo, lo banqueros centrales no deben alarmarse demasiado por la escala o la dinámica de la inflación general. La inflación está creciendo pero no demasiado. En ninguna economía grande, emergente o rica, se ha llegado al tope alcanzado en 2008 en América (Estados Unidos) es apenas 1.5%. Buena parte de los recientes aumentos son derivados por lo que claramente es un factor que incide una sola vez, desde la débil cosecha en Rusia que hizo que los precios de los granos se remontaran al aumento del impuesto al valor agregado en Gran Bretaña. Los banqueros centrales deben ignorar esos shocks temporales. Su papel es prevenir que éstos se trasladen en persistentes presiones más altas sobre los precios...En las economías emergentes la historia es diferente. La mayoría se encuentra en condiciones monetarias menos restrictivas que en 2008, poniendo un riesgo real de un problema de inflación persistente. Pero incluso aquí, los peligros pueden ser exagerados...La inflación es una causa de preocupación. Pero hoy, no para pánico.”*** Otros, ven en los factores que han causado los aumentos de precios tendencias más permanentes. Aunque no se puede considerar la posición oficial del FMI –tendremos que esperar su informe sobre la economía mundial en abril para conocerla-, dos de sus economistas, Thomas Helbling y Shaun Roache, exponen esa posición. Después de analizar los diversos factores que están incidiendo en las alzas de precios, concluyen: ***“El mundo necesita acostumbrarse a precios más altos de los alimentos. Una gran parte del reciente repunte está relacionado con factores temporales, como el clima. Sin embargo, las principales razones para el aumento de la demanda por alimentos reflejan cambios estructurales en la economía global que no pueden ser revertidos. Se espera que la oferta responda a los más altos precios, como ha sucedido en décadas pasadas, aliviando las presiones sobre los mercados de alimentos, pero ello tomará tiempo, contado en años en lugar de meses. Existe la perspectiva de que el mundo pueda enfrentar una creciente escasez de insumos importantes para la producción de alimentos,***

incluyendo tierra, agua y energía. La tecnología y el aumento de los rendimientos podrían compensar tal escasez.* Mientras tanto, es probable que los formuladores de políticas - particularmente en los países emergentes y en desarrollo- continuarán confrontando desafíos por los precios de los alimentos, que están más altos y más volátiles de lo que el mundo ha estado acostumbrado.” La especulación financiera, en términos de la compra y venta de futuros, no contra la protección frente las posibles alzas o bajas de precios de las materias primas, sino como apuestas sobre sus variaciones para obtener una ganancia, deben estar jugando un papel en estas alzas, aunque es imposible cuantificarla en este momento. En un artículo de Alternatives Economiques en su edición de abril 2011, se citan estimaciones según la cuales el 80% de las transacciones de futuros en el mercado de las materias primas tienen carácter de especulación financiera, mientras que las transacciones de protección genuinas serían sólo de 20%; se señala también que eso significa una inversión de las proporciones que existían en 1990. Como sabemos, las operaciones de futuros son derivados, y como tales su regulación está contemplada en la ley Dodd-Frank de los Estados Unidos y también está contemplada su regulación en los proyectos de reforma financiera de Europa. *

Comentarista *Con todo respeto, pero tanto la opinión de The Economist arriba como ésta de los economistas del Fondo, parecieran estar un poco edulcoradas...*

En el más largo plazo, los desafíos para alimentar a una población creciente son muy grandes, pero no desesperados. No voy a escribir sobre esto; sólo me voy a referir brevemente a un importante estudio de John Parker, aparecido en la revista The Economist, titulado ***“The 9 billion-people question”***, dedicado a analizar cómo alimentar a la población de 9 mil millones de personas, que se pronostica habrá en 2050. El autor analiza diversos factores, tanto negativos como positivos: la tendencia a la disminución de los rendimientos por hectáreas; los pronósticos de crecimiento de la demanda; el cambio climático y la propia contribución de la agricultura al cambio climático; el papel de los fertilizantes; la disponibilidad de agua y tierra; el papel de las tecnologías, etc. Finaliza Parker con una nota de esperanza: ***“Tenemos muchas razones para preocuparnos por los alimentos. Incertidumbre política, volatilidad de los precios, hambre dentro de la abundancia.*. Pero cuando todo está dicho y hecho, el mundo está en los inicios de una nueva revolución agrícola, que puede, por primera vez en la historia, alimentar a toda la humanidad adecuadamente. Los genomas de los mayores cultivos han sido ordenados y los beneficios de ello están comenzando a aparecer. Países desde Brasil a Vietnam han mostrado que, dada la tecnología correcta, políticas sensibles y un poquito de suerte, pueden transformarse de países sin esperanzas (basket cases) en emporios de riqueza (bread baskets) Ello, seguramente, es una causa para el optimismo”***.

*El autor comparte la tesis del gran economista hindú Amartya Sen en el sentido de que el hambre en el mundo no es originada en escasez de alimentos, sino en otros factores como el poder adquisitivo, la distribución del ingreso, el tipo de régimen político, etc. Para abundar en esa tesis comenta un informe de la FAO: ***“En 1996 la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO) estimó que el mundo estaba produciendo suficientes alimentos para proveer a cada hombre, mujer y niño con 2.700 calorías por día, varios cientos más de lo que se considera que necesitan los adultos (alrededor de 2.100 por día).”*** Y añade su propia opinión: ***“Verdaderamente, el mundo produce más que lo suficiente para alimentar a toda la población mundial. Al tomar en cuenta todos los alimentos que pueden ser ingeridos pero que se convierten en combustibles vegetales, los hacendados están produciendo mucho más de lo que se necesita –de acuerdo a algunas estimaciones más del doble los requerimientos nutricionales mínimos-. Si hay un problema de alimentación, no luce como un problema técnico o biológico.”***

Los aumentos en los precios de las materias primas han abarcado también a la mayoría de los metales, especialmente en lo que va de 2011, aunque en algunos hubo una baja temporal por la suspensión de las importaciones a Japón, debido al terremoto-tsunami. Como sabemos, el oro tiene algunos usos industriales y es usado como activo de reserva monetaria y refugio en

situaciones riesgosas; ésta última función es la que determina principalmente su precio. * Este ha tenido desde principios del siglo XXI una trayectoria que ha sido considerada hiperbólica, desde niveles de alrededor de \$250 la onza troy a principios del año 2000 hasta \$1416.70 el 29 de marzo.. Recientemente esa tendencia ha perdido alguna fuerza por la disminución de la aversión al riesgo, con el consiguiente repunte de las bolsas. Este comentario se extiende también a los precios del petróleo, sobre lo cual tratamos de seguiras.

***Comentarista.** En algún momento leí que los japoneses desde hace algún tiempo han venido utilizando el oro como refugio para el ahorro frente al yen y otras monedas...Como resultado del tsunami reciente, como bien lo destacan más adelante, el Banco Central tuvo que aumentar la liquidez fuertemente, lo cual es lógico por la necesidad de dinero de la población para hacer frente a los efectos de tal calamidad. Otro factor que podría haber contribuido es que se produjo una liquidación de activos en oro que originaron la necesidad de que el Banco Central de Japón tuviese que emitir yenes para dar liquidez a quienes querían desprenderse del oro...Quién sabe...?

Los acontecimientos políticos en los países del Norte de África y otros países árabes, que comenzaron en febrero, han producido un aumento en los precios del petróleo, causado especialmente por el desarrollo de la rebelión en Libia, que se convirtió en una lucha armada entre el gobierno de Khadafi y la oposición con sus consecuencias sobre la contracción y prácticamente desaparición de la producción petrolera. Antes de las primeras protestas en Túnez el Brent estaba en enero en \$95 el barril y llegó a subir a \$120 para luego bajar y colocarse el 23 de marzo en \$116.58. El levantamiento popular en Egipto produjo un incremento de \$5 en los precios del petróleo. Aunque ese país sólo produce 700.000 barriles diarios y es un importador neto de petróleo, la importancia estratégica del Canal Suez, por donde se transporta el petróleo hacia Europa, desde varios países árabes importantes productores, hizo temer que ocurriera una interrupción de los suministros. El subsecuente y más importante aumento de los precios fue derivado del desarrollo de la situación en Libia. Los precios bajaron luego porque Arabia Saudita agregó 600.000 barriles a su producción y aseguró que supliría cualquier falla de oferta en el mercado. Libia produce normalmente 1.600.000 barriles diarios, lo cual es fácilmente sustituible de acuerdo a los inventarios existentes de varios países y de la Agencia Internacional de Energía –ésta última puede suplir 2 millones de barriles diarios por dos años, la reserva estratégica de los Estados Unidos, actualmente de 727 millones de barriles, cuya política es no usarla a menos que sea estrictamente indispensable, más la capacidad no utilizada de OPEC, especialmente de Arabia Saudita, declarada por ese organismo en 6 millones de barriles, pero que algunas fuentes estiman en 4.8 millones, de los cuales tres millones serían de Arabia Saudita. De manera que el aumento de precios fue ocasionado, no por la posibilidad de escasez de petróleo a corto plazo, sino por las expectativas e incertidumbres sobre cómo se desarrollaría en el futuro la situación política en esos países y sobre todo si un importante productor petróleo quedara involucrado en un desarrollo parecido, que supusiera una contracción de su producción.

Los temores acerca del mercado petrolero son más reales, no en el corto plazo, sino a más largo plazo. La recuperación de la economía mundial derivó en un incremento de la demanda de petróleo de 1.700.000 barriles diarios, derivada principalmente de la demanda de los países emergentes asiáticos, especialmente China y los pronósticos indican que en 2011 y 2012 se agregará a la demanda otra cantidad igual. Está demanda ha reducido y seguirá reduciendo la capacidad no utilizada y no se avizoran en el corto plazo importantes adiciones a la oferta mundial. Tampoco está planteada por un largo tiempo una sustitución decisiva del petróleo por otras fuentes de energía. Paralelamente los precios del petróleo han tenido una tendencia ascendente desde el 2009 al ritmo de la recuperación.

Con respecto a la repercusión de los precios del petróleo sobre la marcha de la economía mundial, el FMI estima que un nivel alto de precios por un tiempo largo, debilitaría el proceso de recuperación. Ese organismo estima que un incremento de 10% en el precio del petróleo deriva en una contracción de 0.2% por año en el PIB mundial. Hay que tomar en cuenta que una continuada alza en los precios del petróleo y de las otras materias primas produciría una presión inflacionaria y la política antiinflacionaria de los bancos centrales, en términos de alzas en las tasas de interés, sería contradictoria con la débil recuperación de las economías desarrolladas.

Sobre los aumentos de precios de las materias primas en general, existe un dilema que ya lo he comentado antes, y específicamente en la situación actual de la economía mundial. Esos aumentos significan más elevados ingresos para los países exportadores, desarrollados y en desarrollo, que con mucha frecuencia no se trasladan en la mejoría del bienestar de la población. En cambio, repercuten en una mayor pobreza en los propios países en desarrollo, con todo lo que ello significa. A su vez, el freno a la recuperación derivado, afecta en una especie de feedback a los países exportadores.

Aparte de la dolorosa pérdida de vidas humanas y los padecimientos de los damnificados, el terrible terremoto-tsunami que azotó a Japón el 11 de marzo, y los problemas derivados con los reactores nucleares, tiene obvias consecuencias económicas para Japón y para la economía mundial. De forma inmediata, en adición a la gigantesca destrucción de infraestructura, la desaparición de carreteras y autopistas obstaculizó el transporte de bienes y especialmente de alimentos a las zonas afectadas, hubo cortes de electricidad que afectaron tanto a los hogares como al proceso de producción, creando escasez de bienes altamente necesitados para la emergencia. El banco central japonés implementó rápidamente una acción expansiva; se estima que en los primeros días posteriores al desastre, inyectó liquidez a la economía por el equivalente de \$86 mil millones y ha declarado que continuará esa política de emergencia. El índice Nikkei de la bolsa de Tokyo, que se encontraba en 10.434.38 puntos el 10 de marzo, bajó bruscamente en los días subsiguientes al día 11, colocándose en niveles bastante inferiores a los 9.000 puntos; luego comenzó a recuperarse, habiendo llegado el 28 de abril a los 9.849.74, 94.39% del nivel el día antes del terremoto. En forma paradójica para un país afectado por una gran destrucción, el yen se apreció a los niveles más altos desde el fin de la segunda guerra mundial, colocándose en 71 yenes por dólar. Esta apreciación, de mantenerse, tendría efectos ruinosos sobre la economía japonesa, especialmente por el efecto contractivo sobre sus exportaciones. El principal factor explicativo de esa paradoja es que el mercado previó que los inmensos gastos de la reconstrucción derivarían en que las empresas tendrían que repatriar reservas colocadas en monedas extranjeras y que las aseguradoras tendrían que proceder en la misma forma para atender a los pagos por siniestros. El proceso de especulación se desató, produciendo un efecto inmediato sobre el tipo de cambio, más rápido y más violento que lo que producirían las transacciones de cambio extranjero que están previstas a lo largo de un período indeterminado. El G7 decidió urgentemente una intervención en los mercados cambiarios, y se estima que compraron en los días subsiguientes el equivalente de \$25 mil millones en yenes, lo que logró detener y reducir el proceso de apreciación; el yen se cotizaba en 83.025 por dólar el 29 de marzo y el 29 de abril en 81.23, lo que significa una ligera revaluación, una evolución contraria a la que se considera conveniente. Las bolsas mundiales reaccionaron fuertemente hacia la baja, pero esa tendencia ha comenzado rápidamente a revertirse; las perspectivas de la recuperación mundial han predominado. A más largo plazo, las consecuencias son difíciles de valorar, hay demasiadas incógnitas. La última estimación de los daños a la infraestructura la he leído en

la edición del 28 de marzo de la revista Bloomberg Business Week: \$ 309 mil millones. El PIB del 2010 a precios corrientes alcanzó la suma de \$5.391 billones, lo que significa que los bienes perdidos representarían 5.7% del producto. El PIB japonés representa alrededor del 10% del producto mundial, lo que es una proporción importante y además es la tercera economía mundial, después de haber sido desplazado recientemente del segundo puesto por China. Pero frente a esas cifras estáticas hay que considerar una serie de factores, cuya evolución es difícil de prever en el tiempo. Japón es proveedor mundial casi único de una serie de componentes en industrias, tales como computación, aviación, automotriz, etc. Muchas de esas industrias paralizaron su producción inmediatamente después del sismo, al no recibir los insumos requeridos. Aunque hacia fines de marzo parte de esos suministros comenzaron a ser restablecidos, es difícil prever su evolución, sobre todo si se mantienen los cortes de electricidad y no se reemplaza con la rapidez deseada el 30% de la energía total que aportaban los reactores. Bloomberg Business Week recuerda que los japoneses impusieron el “just in time” en el mundo, cuyos beneficios son muy altos en términos de eficiencia productiva y reducción de costos; pero los bajos inventarios permanentes que ese sistema implica, lo convierten en un serio problema ante esta emergencia. Japón es un gran importador de insumos y de alimentos, especialmente de algunos cereales. La súbita paralización de las importaciones japonesas revirtió temporalmente las alzas de precios, ya comentadas, de esos productos, incluso del petróleo. ¿Cómo van a evolucionar las importaciones de Japón, lo cual depende a su vez de la evolución general de la economía, particularmente de cómo marche el proceso de reconstrucción? La economía japonesa ha venido luchando desde 1991 con un proceso de estancamiento, después de su asombroso crecimiento de postguerra, originado primero por el estallido de una burbuja inmobiliaria que derivó en un escenario deflacionario y luego con los efectos de la crisis financiera. En el 2010 la economía creció en los tres primeros trimestres, pero tuvo una preocupante contracción, aunque haya sido leve, de 0.3%, en el cuarto trimestre. El banco de inversión Credit Agricole pronostica una contracción en el primer trimestre, la cual se agudizará en el segundo trimestre, para luego recuperarse vigorosamente en la segunda mitad del año, por el proceso de reconstrucción. Este crecimiento del PIB podríamos decir que es artificial, porque no crea nuevos bienes y servicios, sino que sustituye lo destruido; en consecuencia, la diferencia entre el producto bruto y el neto, que deduce los gastos por depreciación y obsolescencia, si se deducen estos últimos costos, será mayor de lo que es normal. Y aún si estadísticamente no se toman en cuenta, esa será una realidad incontrovertible. A su vez, el proceso de reconstrucción inducirá importaciones extraordinarias, sobre todo de insumos para bienes de capital, que favorecerá a los países exportadores. Antes del sismo se discutía en Japón cómo reducir su inmenso déficit fiscal, de 204% del PIB, el más alto entre los países desarrollados. Por supuesto, este déficit no podrá reducirse todavía y lo más probable es que crezca. Sin embargo, la situación se alivia porque el déficit es interno; además, la alta propensión al ahorro de los japoneses y la alta liquidez que tienen actualmente las empresas privadas, permite deducir que el Estado se puede endeudar a unas bajas tasas de interés. La incógnita más importante es qué va a pasar con los reactores nucleares. Si en el peor escenario, los científicos y trabajadores no pueden resolver el problema y los reactores comienzan a funcionar fuera de control y a irradiar peligrosamente, las consecuencias para la humanidad serían totalmente impredecibles y terribles. Al estado de Nevada en Estados Unidos, han llegado partículas minúsculas de radiación, no dañinas por su tamaño, pero llegaron. Ya ha comenzado a discutirse sobre la conveniencia o no de detener el proceso de producción de energía a través de la energía nuclear y de eliminar los proyectos en curso, lo cual algunos países han comenzado a implementar. Al respecto, pienso preliminarmente que la historia nos dice que ninguna aplicación de innovaciones se ha descartado, a pesar de sus consecuencias negativas. En este caso hay un factor muy importante, como lo es que la

energía nuclear es la más limpia, la menos contaminante. Probablemente los esfuerzos se encaminarán a reforzar y mejorar los métodos de seguridad, que dejan mucho que desear, lo que lamentablemente se ha mostrado en el caso del Japón, donde inclusive hubo advertencias que no fueron tomadas en cuenta. El 22 de abril el gobierno japonés anunció un presupuesto de emergencia para enfrentar los desastres causados por el fenómeno natural, por un monto de 4.000 billones de yen, alrededor de \$50.000 mil millones, el cual necesita aprobación parlamentaria. Está contemplado dar vivienda temporal, restauración de la infraestructura y otorgar préstamos relacionados con el desastre. No habrá emisión de bonos de deuda, en consideración del ya abultado endeudamiento gubernamental. El financiamiento provendrá principalmente de los fondos de pensiones. Se estima que puede haber posteriores presupuestos de emergencia. En el 4º avance comentaré los desarrollos de esta situación. Al lado de toda esta problemática, muchos comentaristas resaltan el recio espíritu japonés, acostumbrado a las adversidades y a hacerles frente valerosa y exitosamente, lo que constituye un gran rayo de esperanza. En cómo se va a desarrollar el proceso de reconstrucción japonesa y su efecto sobre la economía mundial hay sólo una certeza: la incertidumbre.

El 11 de abril fue publicado el informe del FMI sobre las perspectivas económicas del mundo en el 2011 (I). Comparado con éste el panorama anterior, sobre el cual comencé a trabajar a principios de marzo, es apenas una gota en el océano. Sin embargo, las líneas gruesas de mi escrito, sobre el cual comencé a trabajar a principios de marzo, acusan un número de coincidencias con las apreciaciones del I. Ello se explica porque varias de las fuentes que utilicé son las mismas: el propio FMI, organismos regionales, informes de los países. De seguidas hago unos comentarios al respecto, introduciendo informaciones que no tenía hasta ahora y exponiendo la posición del Fondo respecto a algunos problemas que he planteado aquí.

El I resalta la recuperación a dos velocidades y su subtítulo es indicativo de ello: ***“Tensions from the Two-Speed Recovery. Unemployment, Commodities, and Capital Flows”***. Y en una rueda de prensa previa a la reunión de primavera del FMI, su Director General, Dominique Strauss-Kahn afirmó: ***“Mi punto principal esta mañana es que debemos cuidarnos de la complacencia. Ciertamente, la recuperación se está fortaleciendo, pero todo el mundo entiende que no es la recuperación que queremos. No es la recuperación que queremos porque hay todavía desequilibrios entre países y también desequilibrios dentro de los países. Ciertamente, esta es la razón por la cual la incertidumbre todavía es alta...Los mayores retos para las predicciones están allí todavía, ustedes los conocen: para los países avanzados el desempleo es todavía alto y hay en estas economías vulnerabilidades fiscales y financieras; los mayores retos para los países emergentes es el riesgo de sobre calentamiento. Y en los países de bajos ingresos, el problema de los precios de los alimentos y el combustible está regresando, con el riesgo de ser tan importante, fuerte y difícil como lo fue en 2008.”*** Y ante una pregunta de un periodista, respondió: ***“No estoy seguro de que esté de acuerdo con lo que usted dijo al principio, de que estamos en la era de la post-crisis. Estamos todavía en la crisis y las consecuencias de esta crisis son todavía muy fuertes. No solamente en Europa. Obviamente en Europa, pero no solamente en Europa...Ciertamente, hemos dejado atrás el ápice de la crisis. Bien. Pero, pero, será parte de la complacencia que estoy tratando de evitar el creer que estamos realmente en la era de la post-crisis.”***

El I predice un crecimiento global de 4.5% tanto para el 2011 como para el 2012, pero las economías avanzadas crecerían en sólo 2.5%, mientras que las emergentes y en desarrollo en

más de 6.5%. En el informe se manifiesta confianza en que el alza de precios de los alimentos y del combustible no descarrillará la recuperación. En el caso de los países avanzados, la menor proporción del petróleo en las economías, la desaparición de la indización de sueldos y salarios y el anclaje de las expectativas de inflación haría que el efecto de esos factores sea débil respecto al crecimiento y la inflación. Se predice un mayor efecto sobre los países emergentes y en desarrollo por la mayor proporción del gasto en alimentos y en combustible y donde la credibilidad de la política monetaria es siempre más débil. El I manifiesta su preocupación por el déficit fiscal de los Estados Unidos y de otros países y considera que deben tomarse acciones al respecto. Con relación a la Unión Europea, no hubo modificación respecto al crecimiento que indiqué de 1.8%, el cual se repetiría en 2011, con una ligera aceleración a 2.1% en 2012. Las estimaciones iniciales de la Cepal, de un crecimiento de 6% para América Latina están ligeramente modificadas en el I a 6.1%, con una predicción de 4% y 4.8% para 2011 y 2012, respectivamente. Ya la CEPAL, había argumentado sobre la perspectiva de esa desaceleración; además de lo ya indicado en el párrafo respectivo arriba, agrega: *“Diversos factores configuran a partir del segundo semestre de 2010 un escenario menos optimista en la economía internacional que, sumado a la disminución del impulso del gasto público y al agotamiento de la capacidad productiva ociosa, auguran un menor dinamismo de las economías de América Latina y el Caribe en 2011. La CEPAL proyecta que la tasa de crecimiento de la región disminuirá al 4,2% en 2011, alrededor del 3% de crecimiento del PIB por habitante. La intensa actividad contra-cíclica que desplegaron los gobiernos de la mayor parte de la región posibilitó una rápida recuperación de los niveles de actividad, la mayoría de los cuales ya se ubican por encima de los niveles pre-crisis. No obstante, el espacio para políticas públicas se verá afectado por la necesidad de recomponer la capacidad de respuesta contra-cíclica ante el previsible menor dinamismo de la economía mundial durante 2011 y el exceso de liquidez global.”* El I confirma las estimaciones del Banco de Desarrollo Asiático sobre el alto crecimiento de las economías asiáticas. Para África, sobre la cual no tenía información sobre su crecimiento en el 2010, para ese año fue de 1.8% para el grupo “Medio Oriente y Norte de África” y las predicciones son de 3.8% y 4.1% en 2011 y 2012 respectivamente. Para el grupo “Africa sub-Sahara” el crecimiento en 2010 fue de 2.8% y las predicciones para 2011 y 2012 de 5% y 5.5% respectivamente. Como puede notarse, las expectativas son de una aceleración del crecimiento, lo que confirma lo que comentamos arriba. No puede descartarse que la evolución efectiva sea modificada por los efectos de los fenómenos políticos en esas zonas, en una dirección que en este momento no me atrevo a adelantar, pero posiblemente hacia lo negativo en Libia por la prolongación de las acciones bélicas. Finalmente, es mi impresión de que la posición del Director General del FMI, expresada en la rueda de prensa ya comentada, es ligeramente más pesimista de lo que indica el Informe.

De acuerdo a lo que expliqué al inicio, en este párrafo voy a hacer un comentario combinado de la evolución reciente de algunos acontecimientos y variables. El Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal, en su reunión de abril, mantuvo inalterada la tasa de interés. Esta decisión, combinada con el alza de la tasa de interés del Banco Central Europeo, ha contribuido a que las tendencias en el tipo de cambio entre el tipo de cambio entre el dólar y el euro, ya comentadas, se agudizaran; así, esa relación llegó a 1.4805 dólares por un euro el 30 de abril. El 29 de abril se anunció la primera estimación del crecimiento del PIB de los Estados Unidos: un decepcionante 1.8%, un 64% del ocurrido en el 4º trimestre del 2010. Los primeros factores que han sido mencionados de este debilitamiento de la recuperación, son: la reducción de los gastos gubernamentales, particularmente en defensa, los problemas relacionados con las inclemencias del clima, el debilitamiento en la construcción y los altos precios del petróleo y la gasolina, que han debilitado la confianza del consumidor y por lo

tanto su nivel de gastos. En efecto, después del precio del Brent que reporté para el 23 de marzo de \$16.58 el barril, comenzó una tendencia alcista, influenciada por la prolongación del conflicto bélico en Libia, con un precio de \$125.9 el 29 de abril y el precio del galón de gasolina que se encontraba a fines de diciembre pasado en los alrededores de \$3, se situó a fines de abril en \$3.90, con expectativas que llegue a \$4, como lo indica también mi comentarista, precio que ya está siendo pagado, y a veces más, en algunos estados. Paralelamente se produjo una evolución negativa en el área del empleo: para la semana que terminó el 23 de abril, el número de trabajadores que reclamaron beneficios de desempleo por primera vez fue de 423.000, un aumento de 25.000 personas respecto a la semana anterior y bastante superior a la cifra que había sido pronosticada de 392.000. Los nuevos temores sobre la recuperación estadounidense y la tendencia bajista del dólar, catapultaron el precio del oro, que alcanzó a fines de abril un récord de \$1.535.78 la onza troy. Estos desarrollos negativos no han afectado todavía a Wall Street. A partir del nivel del Dow Jones que indiqué arriba de 12.279 puntos el 29 de marzo, se ha producido una tendencia al alza, que lo ha llevado a 12.810 puntos el 29 de abril. Será interesante observar cómo se desarrollan las bolsas la próxima semana, pero ya no lo podré reportar en este avance; la programación de mis actividades me obliga a cerrarlo con el siguiente párrafo sobre la situación política en los países árabes. (Debo explicar que primero escribí sobre los desequilibrios globales y finalmente este panorama).

Los levantamientos de los pueblos árabes a partir de enero del 2011 no entran en el marco de este escrito, dedicado a examinar el fenómeno económico más importante hasta ahora del siglo XXI. Pero esos hechos son de tal trascendencia para la historia de la humanidad, que es imposible dejarlos pasar aquí como si no estuvieran sucediendo. En virtud de lo anterior sólo quiero hacer un breve comentario, haciendo mía una idea que ya ha sido expresada por varios analistas. Lo más sorprendente es que esos pueblos que secularmente habían estado sometidos a regímenes autoritarios y totalitarios, y a quienes se creía acostumbrados a todas las barbaridades de ese tipo de regímenes, nos sorprenden exigiendo una libertad y una democracia que ellos nunca habían experimentado. La mejor ilustración de esto es que hace días, un ciudadano sirio cuestionó severamente a un vocero del gobierno de ese país, quien afirmó que las protestas que habían ocurrido (y siguen ocurriendo) se debían a problemas de hambre, contestando él: no, no tenemos hambre, lo que queremos es democracia. Y aquí hay una lección: en la mente y en el espíritu de toda la humanidad está grabada la necesidad de ser libre, de disfrutar de los derechos humanos consagrados y un rechazo a todas las arbitrariedades gubernamentales y a los totalitarismos.

Parte II. Las Causas de la Crisis

2. Los Desequilibrios Globales y la Crisis

Por **desequilibrios globales** (global imbalances) se entiende, en términos generales, una situación en la cual un grupo de países acusa un importante déficit de cuenta corriente en su balanza de pagos, en tanto que otros arrojan un superávit de similar importancia. Esta caracterización aparentemente descarta la otra faceta de la balanza de pagos, la cuenta de capitales, pero no es así, porque por las identidades contables el saldo de la cuenta corriente es igual, con signo contrario al saldo de la cuenta capital. Así, un déficit de la cuenta

corriente implica un superávit de la cuenta capital y viceversa en el caso de un superávit. Otra cara del saldo de la cuenta corriente se deriva de las identidades del sistema de cuentas nacionales, pues un déficit en la cuenta corriente significa un gasto mayor, en consumo e inversión, de lo que la economía ahorró en el período analizado, por lo cual una parte de ese gasto es financiado con ahorro externo, en forma de importaciones de capital; en el caso contrario, un superávit de cuenta corriente significa que la economía no gastó todos los ahorros que realizó, por lo cual los exportó, en forma de exportación de capitales. *. Esta última faceta tiene gran importancia, como veremos, en las explicaciones y en la discusión sobre la relación entre la crisis y los desequilibrios globales.

*Si denominamos: C=Consumo; Y= Ingreso; S=Ahorro; I=Inversión; X=Exportaciones de bienes y servicios; M=Importaciones de bienes y servicios; $Y = C + I + X - M$; $Y = C + S$; $X - M =$ Saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos.

$C + S = C + I + X - M$. De allí: $S - I = X - M$. La diferencia entre el ahorro y la inversión es igual al saldo en cuenta corriente. Si el ahorro excede a la inversión hay un superávit en cuenta corriente y si el ahorro es inferior a la inversión hay un déficit en cuenta corriente.

Thierry Bracke et al (2008) definen **los desequilibrios globales** como *“Posiciones externas de países sistemáticamente importantes que reflejan distorsiones e implican riesgos para la economía global”*. Los autores destacan que en su definición están incluidos cuatro factores que, en mayor o menor grado, están presentes en esos desequilibrios: en el concepto de **“posiciones externas”** se incluyen tanto los flujos reales como los financieros de la balanza de pagos; al incluir **economías sistemáticamente importantes**, se quiere significar economías cuya evolución tiene un impacto permanente importante sobre la economía global; en el concepto de **“distorsiones”** se toma en cuenta la contribución a los desequilibrios globales de factores distintos a la evolución que ocurriría si sólo las fuerzas del mercado lo determinaran, como la política fiscal o monetaria; la inclusión de **“riesgos”** tiene por objeto señalar los efectos que pueden tener los desequilibrios globales en el desarrollo de situaciones críticas, como la Gran Recesión o las presiones para medidas proteccionistas.

Teniendo como base esos dos párrafos introductorios, estableceremos el objetivo de este escrito y su marco temporal. Nuestro objetivo es examinar la contribución que puedan haber hecho los desequilibrios globales en el desarrollo de la burbuja inmobiliaria y en la crisis financiera, con las consecuencias que hemos venido examinando. Esto ha sido analizado parcialmente antes, cuando nos referimos al papel jugado por Greenspan en la crisis y su polémica con John Taylor. De manera que los párrafos relacionados, en las páginas 70-73 del 2º avance, deben considerarse como parte integrante de este examen que hacemos ahora. Aunque desde fines del siglo XIX se registran estadísticas sobre ocurrencias de desequilibrios globales, nuestro marco temporal será el período a partir de los finales del decenio de los años 1990, cuando esos desequilibrios tomaron una dimensión creciente hasta el inicio de la crisis.* Examinaremos varias hipótesis sobre el desarrollo de esos desequilibrios para luego discutir su contribución a la irrupción de la crisis, pero antes trazaremos algunos rasgos de su evolución.

*Brack et al identifican situaciones pasadas de desequilibrios globales en 1914 y en los decenios de los 70, 80 y 90. Las urgencias del tiempo me impiden examinarlos aquí.

Como puede observarse en el cuadro que sigue, a partir de 1996 y hasta el 2006, se presentó un caso típico de desequilibrios globales. Pero este caso presenta unas características importantes que lo diferencian de los pasados. El rasgo más resaltante es el gigantesco y creciente déficit de los Estados Unidos frente a los superávits de los países en desarrollo y en menor medida del resto de los países industriales. No sólo es el valor absoluto el que ha crecido, sino que la proporción del déficit en cuenta corriente respecto al PIB también ha crecido en forma importante. Para comprender la significación de este fenómeno, es

conveniente examinar las cifras en mayor detalle. La proporción más importante del superávit de los países industriales se origina en Japón y Alemania mientras que algunos países europeos, como Francia, España y el Reino Unido acusan déficit. Aunque no está explícito en la cifras, los países de Europa del Este presentan importantes déficit en el período analizado. La proporción más importante de los superávit en el mundo en desarrollo se origina en China y en los países del Medio Oriente (los países petroleros). Aunque tampoco está explícito en el cuadro, India tuvo sucesivos déficit en cuenta corriente hasta el año 2000, acusó superávits entre el 2001 y el 2004 para luego revertir a déficits en 2005 y 2006.

Saldos en cuenta corriente

(Mil millones de US \$)

<i>País o región</i>	<i>1996</i>	<i>2000</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>
<i>Países Industriales</i>	<i>31.1</i>	<i>-304.7</i>	<i>-296.5</i>	<i>-502.5</i>	<i>-607.3</i>
<i>Estados Unidos</i>	<i>-124.8</i>	<i>-417.4</i>	<i>-640.2</i>	<i>-754.8</i>	<i>-811.5</i>
<i>Japón</i>	<i>65.7</i>	<i>119.6</i>	<i>172.1</i>	<i>165.7</i>	<i>170.4</i>
<i>Eurozona</i> ¹	<i>77.3</i>	<i>-37.0</i>	<i>115.0</i>	<i>22.2</i>	<i>-11.1</i>
<i>Francia</i>	<i>23.4</i>	<i>22.3</i>	<i>10.5</i>	<i>-19.5</i>	<i>-28.3</i>
<i>Alemania</i>	<i>-14.0</i>	<i>-32.6</i>	<i>118.0</i>	<i>128.4</i>	<i>146.4</i>
<i>Italia</i>	<i>36.8</i>	<i>-6.2</i>	<i>-15.5</i>	<i>-28.4</i>	<i>-41.6</i>
<i>España</i>	<i>-1.4</i>	<i>-23.1</i>	<i>-54.9</i>	<i>-83.0</i>	<i>-108.0</i>
<i>Otros</i>	<i>12.9</i>	<i>30.0</i>	<i>56.6</i>	<i>64.4</i>	<i>45.0</i>
<i>Australia</i>	<i>-15.4</i>	<i>-14.9</i>	<i>-38.5</i>	<i>-41.2</i>	<i>-40.9</i>
<i>Canadá</i>	<i>3.4</i>	<i>19.7</i>	<i>21.3</i>	<i>26.3</i>	<i>21.5</i>
<i>Suiza</i>	<i>22.0</i>	<i>30.7</i>	<i>50.4</i>	<i>61.4</i>	<i>69.8</i>
<i>Reino Unido</i>	<i>-10.5</i>	<i>-37.6</i>	<i>-35.4</i>	<i>-53.7</i>	<i>-88.3</i>
<i>Memo:</i> <i>Industriales excl.</i> <i>Estados Unidos</i>	<i>155.9</i>	<i>112.7</i>	<i>343.7</i>	<i>252.3</i>	<i>204.2</i>
<i>Países en desarrollo</i>	<i>-82.8</i>	<i>124.7</i>	<i>296.5</i>	<i>507.9</i>	<i>643.2</i>
<i>Asia</i>	<i>-40.2</i>	<i>77.0</i>	<i>172.4</i>	<i>245.1</i>	<i>352.1</i>
<i>China</i>	<i>7.2</i>	<i>20.5</i>	<i>68.7</i>	<i>160.8</i>	<i>249.9</i>
<i>Hong Kong</i>	<i>-4.0</i>	<i>7.0</i>	<i>15.7</i>	<i>20.3</i>	<i>20.6</i>
<i>Korea</i>	<i>-23.1</i>	<i>12.3</i>	<i>28.2</i>	<i>15.0</i>	<i>6.1</i>
<i>Taiwan</i>	<i>10.9</i>	<i>8.9</i>	<i>18.5</i>	<i>16.0</i>	<i>24.7</i>
<i>Thailandia</i>	<i>-14.4</i>	<i>9.3</i>	<i>2.8</i>	<i>-7.9</i>	<i>3.2</i>

<i>América Latina</i>	-39.1	-48.1	20.4	34.6	48.7
<i>Argentina</i>	-6.8	-9.0	3.2	3.5	5.2
<i>Brasil</i>	-23.5	-24.2	11.7	14.2	13.6
<i>México</i>	-2.5	-18.7	-6.7	-4.9	-1.5
<i>Medio Oriente</i>	15.1	72.1	99.2	189.0	212.4
<i>Africa</i>	-5.2	7.2	0.6	14.6	19.9
<i>Europa del Este</i>	-18.5	-31.8	-58.6	-63.2	-88.9
<i>Antigua Union Soviet</i>	5.2	48.3	62.6	87.7	99.0
<i>Memo: En desarrollo de Asia excl.. China</i>	-47.4	56.5	103.7	84.3	102.2
<i>Discrepancia Estadística</i>	-51.6	-180.0	0.0	5.4	35.9

Fuente: Ben Bernanke (2007). Global Imbalances: Recent Developments and Prospects.

El panorama descrito está en contradicción con los fundamentos del análisis económico que establecen que los capitales deberían moverse desde los países desarrollados hacia los países en desarrollo, donde existe una mayor productividad marginal del capital y donde el proceso de desarrollo debería implicar una inversión mayor al ahorro realizado. En efecto, visto desde la óptica de la cuenta capital, los países en desarrollo exportaron capitales a los países desarrollados, particularmente a Estados Unidos y al Reino Unido, lo cual puede considerarse una paradoja económica. Pero debe tenerse presente que el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos, de Inglaterra y de otros países industriales, no se origina exclusivamente en los países en desarrollo, sino parcialmente en el superávit de otros países desarrollados.

En términos de una explicación del fenómeno descrito, basada exclusivamente en los flujos de comercio, debemos remontarnos a la llamada “crisis asiática”, que luego se propagó a América Latina y a Rusia. No vamos a presentar detalles de ese fenómeno, que ha sido analizado intensamente, sino derivar las repercusiones que tuvo en la reversión de los saldos en cuenta corriente. Hasta el momento de su estallido, en julio de 1997, la estructura de los saldos en cuenta corriente mundiales correspondía a lo que pautaba el análisis económico, los países desarrollados con un superávit en cuenta corriente y los en desarrollo, y específicamente, Asia, con un déficit. La crisis que afectó principalmente a Taiwán, Indonesia y Corea del Sur, algunos de ellos fuertemente endeudados, derivó en gigantescas fugas de capitales, lo que puso en peligro la solvencia de esos países y obligó a un severo ajuste de la balanza de pagos, a través de una contracción del gasto, produciéndose una relativa pronta recuperación, específicamente en Corea del Sur. A partir de ese grave problema los países en desarrollo en su conjunto, y específicamente Asia, comenzaron a

mostrar, como se ha descrito, un superávit en cuenta corriente. Este desarrollo fue una consecuencia directa de la crisis: las políticas económicas se orientaron a producir superávit en cuenta corriente, cuyo equivalente en divisas, en lugar de convertirse en gasto, fue invertido en activos de primera clase en el exterior, como las letras del tesoro de los Estados Unidos, y así tener un elevado colchón en reservas internacionales que protegiera en los malos tiempos. El efecto deseado no hubiera podido realizarse si el influjo de dólares por el superávit en cuenta corriente, hubiera producido en el mercado de divisas la revaluación de la moneda, con la consiguiente moderación del superávit. Por ello los bancos centrales de esos países intervinieron en el mercado de cambio, manteniendo así un tipo de cambio subvaluado.

La hipótesis para explicar dicho fenómeno que ha tenido mayor repercusión y ha sido más discutida fue la planteada por Ben Bernanke –aunque otros autores ya la habían adelantado– cuando era uno de los Gobernadores de la Reserva Federal en el 2005, (Bernanke 2005): **el exceso de ahorros (saving glut)**, que usa las identidades de las cuentas nacionales que explicamos arriba. Bernanke presenta dos alternativas para explicar el fenómeno: las peculiaridades de los flujos de comercio y los flujos financieros, concretamente las identidades entre el ahorro y la inversión, pero la atribuye más importancia a este último factor: *“La gran atención que se ha prestado en los medios y en otras partes, ha tentado a algunos observadores a atribuir el creciente déficit en cuenta corriente a factores como los cambios en la calidad de la composición de los productos estadounidenses y de los extranjeros, cambios en la política comercial y competencia desleal foránea. Sin embargo, creo –y sospecho que la mayoría de los economistas estarán de acuerdo– que los factores específicos relacionados con el comercio no pueden explicar la magnitud del déficit de la cuenta corriente de los Estados Unidos ni su fuerte crecimiento recientemente. En su lugar, una perspectiva alternativa acerca de la cuenta corriente parece más útil para explicar los desarrollos recientes. Esta segunda perspectiva se concentra en los flujos financieros y en el hecho básico de que dentro de cada país el ahorro y la inversión no necesitan ser iguales en cada período”*. Al profundizar su análisis, Bernanke descarta también como factor explicativo el déficit fiscal de los Estados Unidos: *“...Aquí simplemente notaré que la llamada hipótesis de los déficit gemelos, que el presupuesto deficitario del gobierno, no se corresponde con el hecho de que el déficit externo creció en alrededor de \$300 mil millones entre 1996 y el 2000, un período en el cual el presupuesto federal tuvo superávit y está proyectado a permanecer así. Y esta hipótesis tampoco arroja luz de por qué un número de países importantes, incluyendo a Alemania y Japón, continúan teniendo grandes superávits en cuenta corriente a pesar de que sus presupuestos deficitarios son similares en tamaño (en términos de proporción respecto al PIB) al de los Estados Unidos”*. Adelanta entonces su tesis del exceso de ahorros en el exterior, detallando algunos de sus componentes: *“¿Qué causa entonces el rápido incremento en el déficit en cuenta corriente? Mi propia explicación preferida se concentra en lo que yo veo como la aparición de un exceso de ahorros en los ocho o diez años pasados. Este exceso es el resultado de un número de desarrollos...una fuente bien conocida es la fuerte motivación al ahorro de países ricos con una alta proporción de la población envejeciendo, los cuales deben hacer provisión para un pronto incremento en el número de trabajadores que se jubilan. Con la fuerza de trabajo creciendo lentamente o declinando, así como una alta relación capital/trabajo, muchos países avanzados distintos a los Estados Unidos enfrentan una aparente escasez de oportunidades de inversión en el país. Como consecuencia de una alta propensión al ahorro y bajos rendimientos de la inversión interna, los países industriales maduros buscar tener un superávit en cuenta corriente y por consiguiente hacer préstamos al exterior”*. Pero el factor explicativo más importante según Bernanke del

exceso de ahorros radica en los países en desarrollo y emergentes, * lo cual está respaldado por las cifras mostradas arriba: ***“Posiblemente una fuente más importante en el incremento de la oferta de ahorros, es la reciente metamorfosis del mundo en desarrollo de consumidor neto a suplidor neto de fondos en los mercados internacionales de capitales. Como respuestas a estas crisis (las ya mencionadas, GM) las naciones emergentes escogieron o fueron forzadas a nuevas estrategias en la política sobre los flujos internacionales de capital. Por ejemplo, algunos países del este de Asia, como Corea y Tailandia, comenzaron a acumular grandes cantidades de reservas internacionales. Estos incrementos implicaban un cambio hacia superávit de la cuenta corriente, incrementos en entrada bruta de capitales, reducciones en la salida neta de capitales privados o una combinación de estos elementos. (Como lo indican las cifras el ajuste se ha concentrado en la cuenta corriente GM). Países que escaparon a los peores efectos de la crisis, notablemente China, pero permanecieron preocupados por futuras crisis, también incrementaron sus reservas internacionales...Adicionalmente, esas reservas fueron acumuladas en el contexto de intervenciones en el mercado de cambio para prevenir la revaluación de la moneda”***. En un párrafo conclusivo Bernanke resume su hipótesis: ***“Hoy he presentado una explicación un tanto no convencional del alto y creciente déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos. Esa explicación sostiene que uno de los factores que ha producido los desarrollos recientes en la cuenta corriente de los Estados Unidos ha sido el cambio muy sustancial en las cuentas corrientes de los países en desarrollo y emergentes, un cambio que ha transformado a estos países de prestatarios netos a prestamistas netos. Este cambio en los países en desarrollo, junto con las altas propensiones a ahorrar de Alemania y Japón y algunos otros países industriales, ha resultado en un exceso de ahorro. Este incremento en la oferta de ahorro presionó al alza los precios de las acciones en el período del boom de las bolsas y ayudó a incrementar los precios de las viviendas en el período más reciente, como consecuencia contrayendo el ahorro nacional y contribuyendo al creciente déficit en la cuenta corriente”***.

*En una interpretación la frontera entre los países en desarrollo y los países emergentes se establece en un ingreso per cápita de \$15.000.

Pensamos que en los párrafos anteriores está la esencia de la tesis de Bernanke. El autor hace consideraciones sobre la relación entre el exceso de ahorro y la economía estadounidense (como la frase final del párrafo anterior) y sobre los aspectos positivos o negativos del desequilibrio global.

Bernanke, cuando ya era Presidente de la Reserva Federal, volvió sobre el tema en una conferencia que dictó en el Bundesbank el 11 de septiembre de 2007 –tres días después de lo que se considera el inicio de la crisis financiera y la posterior Gran Recesión-, (Bernanke 2007). . Por supuesto, la discusión sobre la responsabilidad de los desequilibrios globales en la crisis todavía no podía estar planteada. En esa conferencia recreó sus planteamientos originales, puntualizó algunos aspectos y puso al día algunos desarrollos posteriores a su primera conferencia sobre el tema. Por ejemplo, sobre el papel del exceso de ahorro en las tasas de interés:

“Realmente el exceso de ahorros no fue el único factor detrás de la baja en las tasas de interés a largo plazo desde el decenio de los 1990. Como he descrito en posteriores escritos los márgenes de los bonos de largo plazo sobre los de corto plazo (premium terms) disminuyeron en este período....Cambios en los patrones de ahorro e inversión seguramente jugaron un papel importante en la baja de las tasas de interés a largo plazo”.

Así mismo pone al día el desarrollo de las tasas de interés: ***“Desde que yo discutí estos temas en marzo del 2005, las tasas de interés reales han revertido algunas de sus bajas previas. Por ejemplo, en los Estados Unidos los rendimientos reales, ajustados por un índice de la inflación de la deuda gubernamental promediaron 2.3% en el 2006, comparado con 1.85% en el 2004. En las recientes semanas ese rendimiento promedió alrededor del 2.4%. Esos rendimientos ajustados por la inflación en otros países industriales han comenzado a subir después de haber caído en el 2005”***. Al respecto recordemos que a partir del 2006 la Reserva Federal comenzó a elevar su tasa referencial. **La mayor importancia de esa conferencia consiste en que Bernanke no encuentra en los desarrollos posteriores al 2005 elementos para modificar o rechazar su hipótesis, la cual considera que tenía para el 2007 plena validez: *“Mi lectura de los desarrollos recientes es que aunque algunos de los detalles han cambiado, los elementos fundamentales del exceso de ahorros permanecen en pie.”***

La tesis del exceso de ahorros ha sido objeto de una intensa discusión, ya sea por medio de críticas a sus formulaciones o de la presentación de hipótesis alternativas. En los siguientes párrafos abordaremos los principales planteamientos de esa polémica.

Un aspecto altamente importante de esa discusión es que Bernanke modificó su tesis original. En una presentación en el Council of Foreign Relations el 2010 reconoció la contribución de Estados Unidos en esos desarrollos: ***“ Los desequilibrios globales fueron la responsabilidad conjunta de Estados Unidos y nuestros socios comerciales, y a pesar de que este tópico fue perenne en las conferencias internacionales, nosotros, colectivamente, no hicimos lo suficiente para reducir esos desequilibrios....Sin embargo, la responsabilidad de usar los ingresos de capital efectivamente cayó en los países receptores, particularmente Estados Unidos... Los sistemas de gerencia del riesgo del sector privado y la supervisión gubernamental del sector financiero en los Estados Unidos y algunos otros países industriales falló en asegurar que los ingresos capitales fueran prudentemente invertidos.”***

Precisamente, parte de la discusión se orientó a criticar lo que se consideró una visión unilateral al considerar que la mayor responsabilidad de los desequilibrios globales descansaba en los países emergentes y en desarrollo y en los países petroleros y en el papel pasivo que se atribuía a los Estados Unidos. Algunos incluso llegaron a considerar que ese planteamiento tenía como objetivo exonerar de responsabilidad a la Reserva Federal en la gestación de la crisis. Recordemos lo que escribimos en el 2º avance sobre Greenspan – quien puede considerarse co-autor de la tesis del exceso de ahorros- y su polémica con Johan Taylor. En este sentido, Nouriel Roubini y Stephen Mihm (2010) se inclinan por atribuir la mayor responsabilidad a los Estados Unidos: ***“Una explicación más seria de los saldos de la cuenta corriente es la hipótesis del “exceso de ahorro”...Este argumento tiene alguna verdad superficial...Dicho esto, esa línea de razonamiento tiene un serio problema: sutilmente traslada la culpa del masivo déficit de cuenta corriente hacia los extranjeros. Por esa lógica, los consumidores estadounidenses no deben ser culpados por la burbuja inmobiliaria; es la culpa de esos chinos que nos enviaron sus fondos superavitarios...Esto no quiere decir que Estados Unidos no ayudó: todo desde los superávit de China hasta la globalización financiera permitió al país desarrollar un déficit en cuenta corriente. Pero permitir no es lo mismo que obligar. De manera que la última responsabilidad de este desastre descansa en los Estados Unidos...”***

* Como puede notarse, los autores no cuestionan la hipótesis, a la cual atribuyen cierta validez, sino al uso de esos fondos por los diversos agentes económicos estadounidenses.

***Comentarista.** Clarísimo, de otra manera, como parece sugerir la visión unilateral comentada, sería invocar la aplicación del famoso dicho criollo, según el cual, "la culpa no es del ciego sino de quien le da el garrote...". Al contrario, si los capitales de los países emergentes y petroleros vinieron a los Estados Unidos, es porque, precisamente, se le consideraba poseedor de un mercado de capitales con niveles de seguridad, rentabilidad y liquidez aceptables para los inversionistas...

Bernanke volvió a hacer una contribución al tema de los desequilibrios en febrero del 2011. Ratificó la posición expuesta en su anterior intervención, amplió algunos puntos y entró en más detalle sobre la responsabilidad de los Estados Unidos en la crisis.

Para ser claro, estos resultados no deben interpretarse como asignando responsabilidad por el colapso del sistema financiero estadounidense a factores fuera de los Estados Unidos. En cambio, en una analogía con la crisis asiática, la causa primaria del colapso fue el pobre desempeño del sistema financiero y de la regulación financiera, en un país que estaba recibiendo flujos de capital del exterior...En el caso de los Estados Unidos las fuentes de ese comportamiento fueron: la incorrecta estructura de los incentivos en el origen de las hipotecas, de las garantías y de la titulación ; deficiencias en la gerencia del riesgo por parte de las instituciones financieras, conflictos de intereses en las agencias calificadoras; debilidad en la capitalización y en la estructura de incentivos de las empresas bajo patrocinio gubernamental (Fannie Mae and Freddy Mac). Al reflexionar sobre esta apreciación yo he aumentado mi aprecio por los desafíos enfrentados por las autoridades en los países de mercado emergentes que han manejado grandes ingresos de capitales y algunas veces volátiles durante las últimas décadas. Aquí Bernanke es mucho más categórico y específico sobre la responsabilidad de los Estados Unidos en la crisis financiera. Nótese, por ejemplo la diferencia entre "***Los desequilibrios globales fueron la responsabilidad conjunta de Estados Unidos y nuestros socios comerciales...***" en la conferencia del 2010 y "***Para ser claro, estos resultados no deben interpretarse como asignando responsabilidad por el colapso del sistema financiero estadounidense a factores fuera de los Estados Unidos...***" en la conferencia del 2011. *

***Comentarista.** Agudo punto, en el análisis de la evolución del pensamiento de Bernanke!. Agregaría un comentario sobre la analogía que observa entre las causas de la crisis asiática y las detectadas en los Estados Unidos...**el pobre desempeño del sistema financiero y de la regulación financiera, en un país que estaba recibiendo flujos de capital del exterior....** Me parece que es un valiente reconocimiento, para una persona que dirige un regulador financiero, aunque la mayor dosis de responsabilidad corresponda a Greenspan. Por otra parte, la referencia a los capitales volátiles luce un poco fuera de contexto aquí...Salvo que agregue explicaciones más amplias en otras partes de su conferencia, tal referencia luce como inspirada por la idea de buscar chivos expiatorios en la situación de USA que no le queda bien a representantes de organismos como el FED, con demostrada capacidad técnica instalada para lidiar con este tipo de problemas

Ricardo Hausmann y Federico Sturzsnebergger han hecho una contribución a la discusión sobre los desequilibrios globales **que se aleja de la hipótesis del exceso de ahorro al negar la existencia de un déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos.** En varios ensayos y artículos formulan su tesis y la defienden contra las críticas adelantadas. (ver bibliografía).

En su exposición aplican el concepto de la física cuántica "**materia oscura**" (dark matter) aplicada a la economía "**en la misma forma que los físicos infieren la cantidad de materia en el mundo por su movimiento gravitacional**". Ellos consideran entonces que existen flujos de servicios que no son debidamente registrados; al hacerlo, la cuenta corriente de los Estados Unidos presenta un panorama distinto del déficit que reflejan las estadísticas oficiales, moviéndose hacia un equilibrio. Los autores comienzan observando un fenómeno contradictorio a la opinión generalizada de que los Estados Unidos se ha convertido en un país deudor: "**lo que los Estados Unidos paga en su posición financiera neta externa ha sido "sorpresivamente constante a pesar de los incrementos netos registrados en su**

posición deudora neta”. En su investigación encuentran tres factores por exportaciones que al incorporarlas incrementan el total. .

El primer factor incorpora la noción de que *“las inversiones directas de los Estados Unidos en el extranjero son un vehículo para la diseminación de ideas, proyectos, conocimientos y de que ellas son un vehículo para exportaciones de servicios no registradas producidas por las casas matrices y usadas por sus afiliadas alrededor del mundo”*. El segundo factor es un **“servicio de seguros”**: Entre las inversiones financieras realizadas por Estados Unidos en el exterior y las realizadas desde el exterior en los Estados Unidos, hay una diferencia en el rendimiento favorable a éste país, puesto que los extranjeros aceptan una baja tasa de interés por la estabilidad de los bonos gubernamentales. El tercer factor consiste en **los servicios de liquidez** que Estados Unidos presta al resto del mundo por el uso del dólar, dado su papel de moneda mundial (el señoreaje). A fin de hacer las estimaciones, los autores definen a los activos netos del país en el exterior (**NFA**) como el valor capitalizado (descontado) de los ingresos netos por inversión (**NI**), **DM** como la materia oscura y **r** la tasa de descuento. Esta tasa es arbitraria, pero fue escogida como cercana a la tasa de interés libre de riesgo, la de las letras del tesoro.

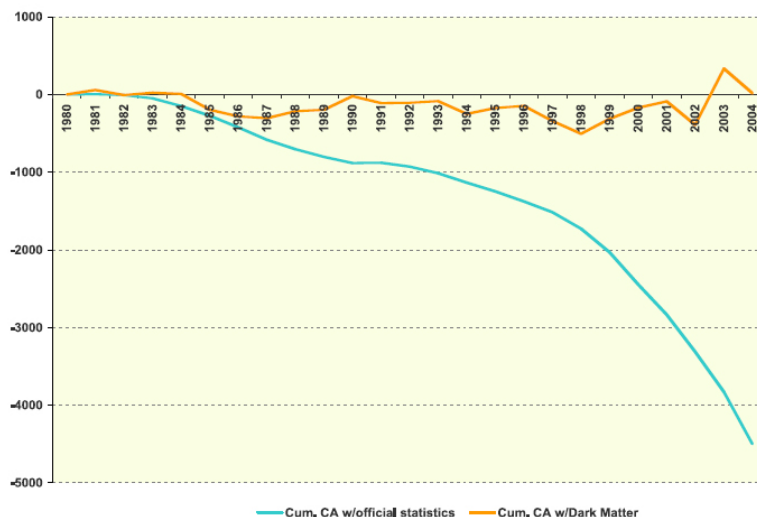
De lo anterior resulta la siguiente ecuación:

$$NFA_t^{\wedge dm} = NI/r$$

r

Al desarrollar la ecuación y utilizarla para las estimaciones de los diversos conceptos de ingresos por la materia oscura, encuentran las diferencias que se observan en las dos estimaciones de la cuenta corriente en el gráfico siguiente. Concretamente, los autores encuentran que en el período 1980/2004, cuando las estadísticas oficiales registran un déficit acumulado de \$4.500 billones, ese déficit se reduce a \$2.500 billones al incorporar los ingresos estimados originados en la materia oscura. Esos resultados se deben predominantemente al factor inversión extranjera directa. De la constancia en el tiempo en el período de la investigación deducen que esos ingresos serán estables por un largo período, por lo que la situación de la cuenta corriente mostrada por las estadísticas oficiales es sostenible. Su visión gráfica se presenta a continuación.

Figure 2. Cumulative Current Accounts with official statistics and with Dark Matter



Source: BEA and International Financial Statistics

Esta formulación implica también una crítica a la hipótesis del exceso de ahorro: *“La materia oscura arroja una luz diferente a la discusión sobre el rompecabezas del ahorro. De acuerdo a las estadísticas oficiales Estados Unidos aparece como un consumidor sin frenos con ahorros deprimentes. Sin embargo, esas cifras subestiman la tasa de ahorro por el monto de materia oscura que se exporta y sobreestima los ahorros del exterior por el monto de materia oscura que importa”*.

Independientemente de la fortuna* que haya tenido la hipótesis de la materia oscura en los círculos académicos y gubernamentales, que pienso no ha sido mucha, hay que reconocer que se trata de una tesis con una gran dosis de creatividad.

***Comentarista.** Ya lo decía Maquiavelo: “es la fortuna, una diosa cruel que nunca cumple sus promesas...”. Ciertamente creativa, pero realmente práctica?...lo dudo. Algunos economistas al criticarla han indicado que es necesario distinguir las prácticas internacionalmente aceptadas en la preparación de la balanza de pagos, de las técnicas o métodos que pueden utilizarse para analizar esta última.” It is important to separate the compilation of statistical accounts (which should be based on objective internationally accepted rules) from techniques that might be used to analyze those accounts. Many of these analytical techniques are highly creative, but they also may lead to substantial distortions”(Koslow, en: http://www.bea.gov/papers/pdf/GEI_DarkMatter_Kozlow.pdf).

Las críticas han girado alrededor de varios puntos, particularmente empíricos. Se ha argumentado que los resultados netos favorables de los Estados Unidos están inflados artificialmente por las bajas tasas de interés en la última parte del período de Greenspan. Se objeta así mismo que se cuestionan las cifras oficiales de ingresos mientras que se aceptan los ingresos del resto del mundo provenientes de Estados Unidos en donde hay amplio margen

para subestimar los ingresos por razones impositivas. Buitter et al, (2006), aún reconociendo la existencia de capitales intangibles, reformulan las estimaciones de Hausmann y Turznerbergger y llegan a una cifra de ingresos por materia oscura en el período examinado de sólo \$600 billones. (\$.0.6 trillones). En la bibliografía de los autores después de 2007 no he encontrado nuevos aportes sobre su tesis.

Una contribución reciente de decisiva importancia es la aportada por McKinsey Global Institute, el brazo investigativo de esa consultora, publicado en diciembre del 2010, la cual, en cierta forma, le da un vuelco a la discusión sobre el exceso de ahorros. McKinsey (2010). Se trata de una gigantesca investigación, con el título de *Farewell to Cheap Capital*, que no sólo utilizó los recursos internos del Instituto sino que hubo importante aportes externos, tanto institucionales como profesionales individualmente.

El objeto de esa investigación es estimar las futuras relaciones entre el ahorro y la inversión y, por lo tanto deducir los posibles niveles en las tasas de interés. La conclusión fundamental está reflejada en el título, **la demanda de capital no será barata**. Trataremos en primer lugar sobre el diagnóstico donde, como ya indiqué, se arroja una nueva luz acerca de la causa de los desequilibrios globales. El análisis se realiza primero a escala mundial y luego se examina el caso de algunos países.

La investigación encuentra que un factor que no ha sido suficientemente analizado sobre la brecha de ahorro es el comportamiento de la inversión. Sus estimaciones indican que la relación inversión/pib a escala mundial disminuyó considerablemente, de un máximo de 26.8% en los años 70 a 20.8% en 2002. Como factores de esa reducción originados en las economías maduras consideran: el natural descenso en los gastos de capital por la reconstrucción europea, la reducción en el crecimiento del PIB y una caída en los costos de los bienes de capital. Este último factor se menciona en términos de la caída de la inversión nominal, es decir a precios corrientes. La inversión en ese período fue \$20.000 millones menos que si la tasa inicial se hubiera mantenido. Esa evolución contribuyó a la declinación de las tasas de interés que se observó en el período examinado; en el caso de los países desarrollados, que fue de 14% en 1980, mostraron de ahí en adelante una tendencia declinante permanente, hasta llegar a las bajas tasas que predominan actualmente (febrero 2011) (proceso iniciado en 2008) influenciadas, como sabemos, por la política monetaria expansiva para combatir la crisis. Al examinar el comportamiento del ahorro mundial, los autores encuentran que, en lugar de la opinión más compartida de que los ahorros en el mundo, con algunas excepciones (especialmente Estados Unidos) se incrementaron, la tasa de ahorro también declinó, de 23% respecto al PIB en 1970 a 19.6% en 2002, (lo cual le da la razón a John Taylor en su discusión con Greenspan) observándose entonces que la declinación fue más fuerte en la inversión que en el ahorro, resaltando así la predominancia del factor inversión sobre el ahorro en el origen de la baja en la tasa de interés y de la brecha ahorro-inversión.

Cuando el análisis desciende a nivel de algunos países, en el caso concreto de Estados Unidos el panorama se muestra diferente al presentado a nivel mundial. **Sus investigaciones indican que la tasa de inversión en ese país se mantuvo constante, alrededor del 20% respecto al PIB en el período bajo examen en tanto que la tasa de ahorro cayó vertiginosamente: “Esta brecha entre el ahorro y la inversión ha sido financiada por importaciones netas de capitales provenientes de inversionistas extranjeros, equivalentes al déficit en cuenta corriente”**, lo cual coincide con el comentario que hicimos en páginas anteriores.

Todo lo anterior nos llevar a afirmar que, si bien a escala mundial la investigación de McKinsey es decisiva en cuanto a la predominancia de la inversión sobre el ahorro en la causa de la brecha entre esas dos variables, en el caso de los Estados Unidos se confirma que en esa brecha el papel predominante fue jugado por el ahorro. Esto significa que la discusión sobre las causas del exceso de ahorro no está resuelta aún y queda todavía margen para la discusión. Por supuesto, esto no significa que las tesis de McKinsey no estén sujetas a cuestionamiento, lo cual podría ser posible por nuevas investigaciones empíricas que cuestionen las cifras en las que se basan las conclusiones.

En lo que se refiere a las proyecciones de la investigación, las siguientes son sus principales conclusiones:

“...Nuestro análisis sugiere que es probable que el ambiente de bajas tasas de interés finalice en los próximos años. Nosotros encontramos que las tendencias en el ahorro y la inversión mundiales que contribuyeron a las bajas de interés en el pasado se revertirán en la década futura. La razón principal es que los países en desarrollo están desarrollando uno de los booms de construcción más grandes en la historia. Una rápida urbanización está incrementando la demanda por nuevas vías de transporte, puertos, sistemas para suministro de agua y electricidad, escuelas, hospitales y otras infraestructuras públicas. Las empresas están construyendo nuevas fábricas y comprando maquinarias, mientras que los trabajadores están mejorando sus viviendas. Al mismo tiempo, el envejecimiento de las poblaciones y los esfuerzos de China para impulsar el consumo, supondrán una reducción en los ahorros mundiales. El mundo puede estar entrando en una nueva era en la que el deseo de invertir supera la voluntad de ahorrar, presionando los intereses hacia el alza. Los más altos costos del capital beneficiarán a los ahorradores y quizás conducirá a una demanda de préstamos más restringida de la que ocurrió en los años de la burbuja. Sin embargo, ello reducirá la demanda de inversión y finalmente reducirá el crecimiento global”.

Las predicciones de McKinsey son de la mayor importancia para el futuro de la economía mundial y confirmarían el creciente influyente papel que han estado jugando los países en desarrollo y emergentes en la economía mundial. Sin embargo, aunque sus predicciones tienen razonables bases analíticas, como todas las proyecciones, sólo el transcurso del tiempo dirá en qué grado se cumplirán. Ellos están bien conscientes de esto cuando introducen en ese párrafo las frases “es probable que...” y “puede estar entrando”.

***Comentarista.** Tienes toda la razón, quién iba a pensar en los movimientos de los países árabes o en el tsunami/terremoto japonés...con apreciables consecuencias en el desenvolvimiento de la economía mundial...(Cuando nuestro comentarista escribió esto, todavía no le había enviado el panorama, que es la primera parte de este avance).

Kenneth Rogoff ha hecho interesantes contribuciones al problema de los desequilibrios globales. Su posición general es que la crisis y los desequilibrios globales están íntimamente ligados pero que éstos no son la causa fundamental, la cual atribuye a las diversas políticas económicas de Estados Unidos, ya examinadas arriba. Rogoff, (2011) en una reciente conferencia en el Banque of France, resumida luego en un artículo en el Financial Mirror, con el título de “*Global Imbalances without Tears*”, ha hecho una nueva contribución en esta materia. Su argumento central es que los déficit en cuenta corriente se constituyen en un serio problema porque su contrapartida está concentrada en instrumentos de deuda. Recuerda el autor que no es lo mismo que los pasivos de un país con el resto del mundo estén conformados por inversión extranjera directa que en instrumentos de deuda, sobre todo de

corto plazo. La concentración en estos últimos, sobre todo si es endeudamiento externo, especialmente en circunstancias de dificultades de balanza de pagos, confiere mayor volatilidad a la situación. De allí que Rogoff hace un llamado al G20, para que hagan un esfuerzo, que él reconoce que no es fácil, para tratar de incrementar la proporción de las acciones en el escenario financiero internacional con una consecuente disminución de los instrumentos de deuda. De seguidas citamos algunos párrafos de Rogoff: ***“La falla de la mayoría de los modelos para incorporar de una manera significativa los instrumentos de deuda es un profundo problema para sus aplicaciones en el mundo real. Esto, más que otros aspectos, es la causa de su espectacular fracaso en la etapa previa a la crisis –su falla en detectar los problemas- y aún más en el sobre optimismo de los modelos acerca de cuán rápido saldrían las economías de la crisis. Los mercados de deuda se parecen muy poco a los activos descritos en el paradigma sin fricciones de los mercados. El problema más importante es el hecho de que en situaciones críticas los contratos de deuda son muy difíciles de cumplir...Nuestra actitud ambigua hacia el cumplimiento de los contratos de deuda es algo muy profundamente arraigado en nuestra cultura social. Es por ello que los sostenidos desequilibrios globales son un problema más grande cuando son financiados (abiertamente o encubiertamente) con instrumentos de deuda, ya sean préstamos bancarios, préstamos a través de bonos e incluso préstamos oficiales. Son los mercados de deuda, con sus imperfecciones, que yacen en el centro de la mayoría de las crisis financieras. Para reducir el riesgo de crisis financieras, las autoridades necesitan crear un sistema en el cual las acciones jueguen un papel mayor, y en donde instrumentos puros de deuda jueguen un correspondiente menor papel. Depósitos bancarios, instrumentos de deuda privada y de deuda gubernamental constituye más de los dos tercios, aproximadamente \$200.000 billones de los activos financieros globales, mientras que los instrumentos en acciones juegan un papel menor.*”**

Abordamos de seguidas lo que constituye el objeto de esta sección: la relación de causalidad entre el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de Estados Unidos, las importaciones de capital consiguientes y la crisis financiera, originada en los Estados Unidos, que devino en la Gran Recesión mundial. Para fijar mi posición al respecto, tomé en cuenta varios hechos que están verificados estadísticamente: el déficit en cuenta corriente del país; el consecuente déficit del ahorro respecto a la inversión financiado por ahorros externos provenientes principalmente de Asia; una vertiginosa caída en la tasa de ahorro; y la existencia de bajas tasas de interés. Una pregunta necesaria es: ¿ese conjunto de circunstancias tenía que conducir fatalmente a la evolución catastrófica examinada en estos avances? Para iniciar una respuesta debe reconocerse que la abundancia de liquidez en los Estados Unidos tenía que ejercer presión hacia la baja las tasas de interés. Pero sería absurdo pensar que la situación delineada debía conducir necesariamente a una situación como la que se ha padecido a nivel mundial. La política monetaria hace uso del instrumento de tasas de interés de acuerdo a la coyuntura de los países, para impedir la inflación o enfrentar una posible recesión y lo importante es que esa política esté acorde con un diagnóstico económico adecuado. Entonces, ¿por qué el bajo nivel de las tasas de interés condujo a la crisis? Mi posición es que el estado del sistema financiero, sobre el cual hemos tratado, especialmente en el segundo avance, fue la plataforma perfecta para que los factores indicados condujeran a ese desenlace. Martin Wolf (2010) dice que si la Reserva Federal hubiera subido las tasas de interés, Estados Unidos habría caído en recesión, la cual habría afectado a todo el mundo. Aun aceptando esa relación de causalidad, esa recesión hubiera sido menos grave para los Estados Unidos y para el mundo, si hubiera ocurrido antes de que se profundizaran los efectos de las burbujas inmobiliaria y bursátil, sin poder precisar cuáles hubieran sido las repercusiones reales; son esas típicas situación de “que hubiera pasado

si...” En el examen que he realizado para fijar esta posición tuve especialmente en cuenta los últimos datos proporcionados por McKinsey sobre la evolución de la inversión y el ahorro en Estados Unidos y las declaraciones de Bernanke aceptando la responsabilidad interna en el estallido de la crisis, lo que significó una rectificación de su posición original. *

*Greenspan hizo una rectificación similar cuando en el 2008 confesó ante el Congreso de los Estados Unidos su error de considerar que las instituciones financieras “eran perfectamente capaces de proteger a sus propios accionistas” y manifestó su conmoción porque ante el desastre ocurrido “durante 40 años tuve evidencias de que (el sistema financiero) estaba funcionando perfectamente bien”. (2º avance, página 59). Posteriormente, escribió su ensayo, ya comentado donde vuelve a la posición de la no responsabilidad de la Reserva Federal en la crisis. (2º avance, página 70).

La crisis tuvo como efecto reducir el nivel de los desequilibrios al producirse una reducción de las importaciones estadounidenses y una contracción en las exportaciones de los países emergentes. Así, el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos, que llegó a un máximo de \$229.400 millones en el tercer trimestre del 2006 acusó un mínimo de 84.400 millones en el segundo trimestre de 2009, a partir del cual ha tenido crecimientos consecutivos hasta alcanzar la cifra de \$134.400 millones en el tercer trimestre de 2010. Paralelamente, el superávit en la cuenta corriente de China ha mejorado considerablemente; en el tercer trimestre de 2010 su valor se duplicó respecto al mismo período de 2009, al alcanzar \$102.300 millones. Estas cifras no significan que necesariamente el deterioro en los Estados Unidos haya sido producido exclusivamente por el mejoramiento en China –para determinar su origen se requeriría un examen más detallado de las relaciones estadounidenses de comercio con varios países- pero es un signo de que los desequilibrios globales, que se suavizaron en los años más intensos de la crisis, comienzan a dar signos de reavivación al ritmo de la recuperación.

El G20, como grupo encargado de coordinar internacionalmente la lucha contra la crisis y el establecimiento de un orden económico internacional que prevenga una nueva Gran Recesión, ha discutido y tomado decisiones sobre los desequilibrios globales. A tal efecto usaremos los documentos de la reunión efectuada en Seul en noviembre 2010 donde el tema se ha tratado con más extensión. En el documento “Plan de Acción de Seul” se afirma:

“Nosotros fortaleceremos la cooperación multilateral para promover la sostenibilidad externa y un conjunto completo de políticas tendientes a reducir los desequilibrios excesivos y mantener saldos en cuenta corriente a niveles sostenibles. Grandes y persistentes desequilibrios, evaluados a través de pautas indicativas que serán acordadas por nuestros Ministros de Finanzas y Gobernadores de los Bancos Centrales, justifican una determinación de sus causas y de las causas profundas de los impedimentos para lograr el ajuste...reconociendo la necesidad de tomar en cuenta circunstancias nacionales o regionales, incluyendo a los grandes productores de materias primas. Estas pautas indicativas, compuestas por un conjunto de indicadores servirían como un mecanismo para identificar la pronta identificación de grandes desequilibrios que requieran acciones preventivas y correctivas. Para respaldar estos esfuerzos, llamamos a nuestro Grupo de Trabajo, con apoyo técnico del FMI y otras organizaciones internacionales para desarrollar estas pautas. Su progreso será discutido por nuestros Ministros de Finanzas y Gobernadores de los Bancos Centrales en el primer semestre de 2011”.

En ese párrafo, que representa el consenso del grupo en lo que se refiere a los desequilibrios *globales*, **no se refleja una discrepancia fundamental que existe, especialmente en lo que se refiere a las posiciones de Estados Unidos y China** en las cuales, como ya hemos comentado, el primero considera como un factor decisivo lo que considera la subvaluación del yuan y el segundo considera que el déficit estadounidense se debe exclusivamente a factores internos en ese país. Esa discrepancia se va a manifestar en la discusión acerca de la conformación de las pautas. Pero además, se pueden notar discrepancias internas en la posición de los Estados Unidos. La última posición de Bernanke sobre los desequilibrios globales está en contradicción con la expuesta oficialmente por el Secretario del Tesoro Geithner, expuesta arriba.

La reunión de los Ministros de Finanzas y Gobernadores de Bancos Centrales del G20, que se efectuó en París en febrero del 2011, ya bajo la presidencia de Francia, se refirió, en su comunicado en los términos siguientes al tema de los desequilibrios globales:

“Nosotros discutimos el progreso hecho desde la Cumbre de Seúl y enfatizamos la necesidad de reducir los desequilibrios excesivos y mantener los desequilibrios de la cuenta corriente a niveles sostenibles por medio del fortalecimiento de la cooperación multilateral. Acordamos un conjunto de indicadores que nos permitirán enfocarnos en aquellos grandes desequilibrios que requieren acciones de política, a través de un proceso integrado en dos etapas. Para completar el trabajo requerido en la primera etapa, nuestro objetivo es, en nuestra próxima reunión, llegar a un acuerdo sobre las pautas indicativas respecto a las cuales cada uno de esos indicadores será evaluado y reconociendo la necesidad de tomar en cuenta las circunstancias nacionales o regionales, incluyendo a los grandes productores de materias primas. En tanto que esas pautas no son metas, ellas serán usadas para evaluar los siguientes indicadores: (i) la deuda pública y los déficits fiscales; la relación ahorro a ingreso y la deuda privada; (ii) el desequilibrio externo, compuesto por el saldo de comercio de mercancías y el ingreso neto por inversiones y las transferencias, tomando debida consideración del tipo de cambio, las políticas fiscal y monetaria y otras políticas...En esa fecha –octubre 2011- también analizaremos un informe sobre el MAP –Mutual Assessment Program-, incluyendo un plan de acción basado en el análisis de las raíces de los grandes desequilibrios de acuerdo a las pautas acordadas.”

Me parece necesario hacer lo que podríamos llamar un análisis de contenido de los párrafos anteriores pues la redacción, muy problemática, trata de reflejar un difícil consenso al que se llegó por medio de negociaciones que estuvieron a punto de fracasar. Las dos etapas consisten en la construcción de las pautas y luego su aplicación a la situación específica de las variables para derivar posibles líneas de acción. Cuando se dice “esas pautas (guidelines) no son metas (targets)” se quiere dejar muy claro que según los resultados encontrados los países no están obligados a adoptar medidas de política para reducir los desequilibrios diagnosticados. Como comentamos en el 2º avance, la propuesta de Estados Unidos de que

cuando los países llegaran a una situación de déficit o superávit en cuenta corriente del 4% del PIB debían tomar medidas de ajuste, fue rechazada en Seúl, entre otros países, por China y Alemania y fue reemplazada por las pautas que ahora se discuten. En cuanto a los indicadores aprobados para su evaluación, la redacción aprobada sobre el desequilibrio externo fue la más difícil de aprobar. En la propuesta original aparecía la cuenta corriente como indicador, a lo cual se opuso tenazmente China, respaldado por otros países emergentes; la razón es muy clara desde el punto de vista China: en la cuenta corriente, están incluidos todos los flujos de comercio y como contrapartida todos los flujos de capital; aunque las estadísticas reflejan claramente su superávit en cuenta corriente, que hemos visto comienza a crecer nuevamente, no estaba en sus intereses que esa situación quedara involucrada en un acuerdo, aunque ello no significara medidas obligatorias de ajuste. * Ello no implica que ese país no vaya a hacer contribuciones a la disminución de los desequilibrios globales, a lo cual se ha comprometido en términos generales en el G20, pero mantiene la posición de que sus medidas de política no están influenciadas por presiones externas. ** *** Esa discrepancia se resolvió con la inclusión exclusivamente de las variables que aparecen en el literal (ii). Es necesario enfatizar que el indicador aprobado llega solo hasta “transferencia”; y luego “tomando debida en cuenta” a las variables indicadas. Pues bien, uno de las variables incluidas en ese concepto, el tipo de cambio, supuso una posible ruptura de las negociaciones, pues China de ninguna manera aceptaba su inclusión como un indicador, como figuraba en la propuesta original. Fue casi al cierre de la reunión que se llegó a ese acuerdo, de excluirlo de los indicadores en la forma que ya indicamos. Las razones de esa posición son similares a la relacionada con la cuenta corriente; aunque China ha afirmado su voluntad de realizar una cierta revaluación del yuan o renmibi, lo quiere hacer al ritmo que considere conveniente. Algunas estimaciones indican una revaluación del yuan de 6% este año, lo que seguramente a Estados Unidos le parecerá absolutamente insuficiente. En la propuesta original figuraban las reservas internacionales como un indicador, pero fueron eliminadas como parte de la negociación para lograr el consenso con China. Obviamente, la eliminación del tipo de cambio y de las reservas internacionales del grupo de indicadores, disminuye la fuerza del análisis que se realice. En el 4º avance examinaremos los resultados que se obtengan en la reunión de abril.

***Comentarista.** Todo parece indicar que los chinos tienen la sartén por el mango en estas negociaciones....Nótese que en la primera parte del comunicado se enfatiza como objetivo la “**necesidad de reducir los desequilibrios excesivos y mantener los desequilibrios de la cuenta corriente a niveles sostenibles por medio del fortalecimiento de la cooperación multilateral**”....Entonces, salvo por las razones de imagen que muy bien indicas, no se entiende tanto brollo de los chinos de excluir la cuenta corriente como indicador, máxime cuando no significan medidas obligatorias de ajuste

Al respecto, la agencia de noticias ARGERNPRES tiene una sorpresiva noticia en su edición del 10 de marzo: “China registró un déficit comercial de 7.300 millones de dólares en febrero de este año, informó hoy jueves la Administración General de Aduanas (AGA).**” Verifiqué esa noticia con otras fuentes y resultó correcta. Y en otra noticia de Reuters se informa que el Ministro de Comercio chino declaró que su país tratará de incrementar sus importaciones en el 2011. Por otra parte la misma fuente de ARGENPRES informa de la siguiente manera sobre un artículo de Zhang Xiaohui, Director de Política Monetaria del Banco Popular de China: “**La reforma del mecanismo de formación del tipo de cambio del yuan (o renmibi), la moneda china, ayudará en la lucha contra la inflación y las burbujas de activos, lo que se corresponde con los intereses básicos y a largo plazo de China, dijo Zhang Xiaohui, director del Departamento de Política Monetaria del Banco Popular de China, el (banco central) ...reiteró que el banco impulsará de manera sostenida el mecanismo de formación de la tasa de cambio del yuan y garantizará que ésta se mantenga en un nivel razonable y**

equilibrado. El mercado disfrutará de cada vez más poder para decidir las tasas de interés, y desempeñará un 'papel fundamental en la formación de la tasa de cambio'. Dadas las características políticas de China es imposible imaginar que ese director haya escrito ese artículo sin autorización de sus autoridades. Estaré atento a las secuelas de estas informaciones que pueden ser de gran importancia en la discusión en el G20 sobre los desequilibrios globales.

****Comentarista.** *Como nota curiosa en el orden conceptual, sorprende una declaración de un Director de Política Monetaria de un banco central, defendiendo una medida no en consideraciones coyunturales o de corto plazo, sino en razones de largo plazo que de paso no identifica...(?)*

***** Comentarista.** Sería interesante anotar, la importancia cada vez mayor del G20 como foro informal internacional para resolver los desequilibrios globales en materia de balanza de pagos, para, por ejemplo, lograr persuadir a China en la no utilización de la tasa de cambio como ventaja competitiva. Por otra parte, nótese que uno de los objetivos del FMI es, precisamente: To promote exchange stability, to maintain orderly exchange arrangements among members, and to avoid competitive exchange depreciation (Article I, parágrafo iii, del Acuerdo). Por qué este asunto no lo resuelve directamente el FMI y tiene que recurrir a un cogollito político?... Una posible respuesta es que China no es cualquier otro miembro, por un lado, y por el otro, los mecanismos del Fondo estarían principalmente concebidos como apoyo a problemas deficitarios de la balanza de pagos, para lograr disciplina en sus miembros a través de los programas de ajuste para el uso de recursos y las correspondientes condicionalidades...Obsérvese también el artículo XII del acuerdo del GATS, el cual está básicamente diseñado para lidiar con las restricciones adoptadas por los países miembros, en virtud de dificultades en su balanza de pagos....De manera, pues, que los desequilibrios causados por países superavitarios y de importancia sistémica, como China, no parecen haber encontrado solución directa en el Fondo y deben ser atendidos en la esfera política por el G20, donde de paso se encuentran sus principales accionistas, sin perjuicio de que luego el Fondo se encargue de su implementación operativa...Sin duda, el estudio de la interacción del G20 con instituciones como el FMI y el Banco Mundial, así como las interesantes declaraciones de Raghuram C. Jaran abajo transcritas, no dejarán de plantear temas interesantes de reflexión, en la oportunidad que se emprenda con firmeza el proceso de reforma del marco legal de dichas instituciones.

Raghuram C. Rajan (2010), como derivado de una experiencia que tuvo cuando era Economista Jefe del FMI, es pesimista sobre el logro de un acuerdo sólido y efectivo en esta materia. Dice Rajan:

“El 2006 el déficit de la cuenta corriente de los Estados Unidos rompió records y el superávit de China se abultó. El Director del FMI, Rodrigo de Rato, decidió que una nueva acción era necesaria. Nosotros en el Fondo (todavía era yo el Economista Jefe) llamamos a consultas a los cinco países mayormente responsables de los desequilibrios –Estados Unidos, la Zona del Euro, China, Japón y Arabia Saudita-...La respuesta de nuestros interlocutores fue muy uniforme. Los países aceptaban que los desequilibrios comerciales eran una fuente potencial de inestabilidad, y que se necesitaba reformas económicas para reducirlos, antes de que los mercados comenzaran a reaccionar ante los riesgos inherentes o que los políticos decidieran tomar medidas proteccionistas. Pero cada país rápidamente puntualizaba que no era responsable de los desequilibrios...Por ejemplo, las autoridades estadounidenses puntualizaban que no era su falta de que el resto del mundo se mostrara tan entusiasmado de invertir su dinero en Estados Unidos: los desequilibrios eran la falta de China, que compraban dólares para restringir la revaluación del renmibi. Los chinos argumentaron que si ellos permitían la revaluación más rápida del renmibi, las

*exportaciones de China caerían, mientras que las exportaciones a Estados Unidos de Cambodia y Vietnam subirían y el déficit comercial de Estados Unidos no cambiaría. En su opinión, el verdadero problema es que los consumidores estadounidenses no tienen frenos. Más aun, su superávit comercial era tan grande porque los Estados Unidos limitaba las compras chinas de equipos de alta tecnología. Y así seguido. Todo el mundo señalaba con el dedo al otro. La verdad era que todo el mundo contribuía en alguna medida al problema, pero nadie quería ser parte de la solución.”**

**Comentarista. Testimonio altamente calificado, donde se encuentran bases para la actuación de mecanismos ad-hoc como el G20, para tratar estos asuntos al más alto nivel político....*

En el informe de abril 2011 del FMI, ya citado, se considera que habrá una ampliación a mediano plazo de los desequilibrios globales, por la razones que se indican de seguidas: *“Se proyecta que los desequilibrios globales se ampliarán en el mediano plazo, porque el crecimiento de la demanda interna en economías con grandes superávits no se espera que sea más alta que antes de la crisis. El crecimiento de la demanda en las economías deficitarias no se espera que sea más baja, en tanto que ajustes fiscales significativos están todavía por especificarse. La acumulación de reservas en economías con superávits en cuenta corriente exagerados ha neutralizado las entradas de capital, motivado principalmente por temores acerca de la competitividad. Los tipos de cambio de economías emergentes con déficits se han apreciado desproporcionadamente...”* Esta tendencia es otro factor que abona a una actitud prudente sobre la recuperación.

En contraste con esas apreciaciones del Fondo, los Ministros de Finanzas y Gobernadores de los Bancos Centrales aprobaron el 15 de abril los lineamientos para monitorear los desequilibrios globales, de acuerdo a lo que fue discutido en su reunión de febrero. Los indicadores que serán utilizados serán: deuda pública y déficits fiscales; tasas privadas de ahorro y de deuda; los desequilibrios externos, incluyendo el saldo comercial y los flujos netos de ingresos por inversión y transferencias. El comunicado respectivo explica los instrumentos de análisis que serán utilizados para el diagnóstico y las recomendaciones relacionadas. Serán sometidos a ese examen los países cuyo PIB sea mayor del 5% del producto mundial. Esto significa que serán incluidos Alemania, Estados Unidos, Francia, Japón, Reino Unido, India y China. El programa será aprobado oficialmente en la reunión de jefes de estado del Grupo en septiembre y la responsabilidad de su implementación será del FMI. ¿Estará el actual Economista Jefe del Fondo, Pierre Blanchard, haciendo posteriormente comentarios pesimistas similares a los de Rajan, en su esfuerzo para lograr colaboración de los países para combatir los desequilibrios globales? El tiempo lo dirá.

Bibliografía sobre el panorama de la crisis.

Alternatives Economiques, hors serie: L'Economie en 2011. Francia

Alternatives Economiques, revista. Francia.

Bank of England. Internet.

Bloomberg Business Week, revista. Estados Unidos.

CEPAL. Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2010.

<http://www.cepal.org/cgibin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/8/41898/P41898.xml&xsl=/de/tpl/p9f.xsl&base=/tpl-i/top-bottom.xslt>

Cyprus Weekly, semanario. Chipre.

Cyprus Mail, diario. Chipre.

El Universal, diario. Venezuela.

FAO, internet.

Federal Reserve Bank. Internet.

Financial Mirror, semanario. Chipre.

Financial Times, diario. Reino Unido.

Forbes, revista. Estados Unidos.

Fortune, revista. Estados Unidos.

Helbling, Thomas and Roache, Shaun (2011), [Rising Food Prices May Be Here to Stay.](http://www.imf.org/external/index.htm)
<http://www.imf.org/external/index.htm>

International Monetary Fund. Internet.

International MonetaryFund. World Economic Outlook 2011. April 2011.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/pdf/text.pdf>

Martin, James (2006), The Meaning of the 21st Century. Ch 5: The Giant in the Kitchen.

Newsweek, revista. Estados Unidos.

Sunday Mail, semanario, Chipre.

Sunday Times, semanario. Reino Unido.

The Economist, revista. Reino Unido

The Guardian, diario. Reino Unido.

The Independent, diario. Reino Unido.

Bibliografía sobre los desequilibrios globales.

Bernanke, Ben, (2005). The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit. Sandridge Lecture. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm> Bernanke, Ben, (2007). *Global Imbalances: Recent Developments and Prospects. Bundensbank Lecture.* <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070911a.htm> Bernanke, Ben, (2010). *Coferencia en el Council of Foreign Relations.* Bernanke, Ben. (2011a). Global Imbalances: Links to Economic and Financial Stability. Banque de France. . <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110218a.htm>

Bernanke, Ben et al. (2011b). *International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003-2007. Banque de France lecture.* <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2011/1014/ifdp1014.htm>

Blanchard, Olivier and Ferreti-Milesi, Gian Maria. (2010). Global Imbalances in Midstream. IMF. <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2010/kdi/pdf/globalimbalances.pdf>

Bracke, Thierry et al, A Framework for Assessing Global Imbalances. (2008). European Central Bank. <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp78>.

Buiter, Willem (2006). Dark Matter of Cold Fusion? Goldman Sachs Global Economics Papers No. 136. <http://www.nber.org/~wbuiter/dark.pdf>

Dunaway, Steve, (2009). Global Imbalances and the Financial Crisis. Council Special Report No. 44. Council on Foreign Relations.

Hausmann, Ricardo, Sturznegger, Eduardo (2006). The Implications of Dark Matter for Assessing the US External Imbalance. http://www.hks.harvard.edu/var/ezp_site/storage/fckeditor/file/pdfs/centers-programs/centers/cid/publications/faculty/wp/137.pdf

McKinsey Global Institute, (2010). Farewell to Cheap Capital. http://www.mckinsey.com/mgi/publications/farewell_cheap_capital/pdfs/MGI_Farewell_to_cheap_capital_full_report.pdf

Rajan Raghuram G. (2010). Fault Lines, How hidden fractures still threaten the world economy. New Jersey, Princeton University Press.

Reinhart, Carmen M, Kenneth Rogoff (2009). This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly. London, Princeton University Press.

Rogoff, Kenneth. On Global Imbalances (2011). Conferencia en el Banque of France.

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/seminaires/2011/Session1-Rogoff.pdf>

Roubini, Nouriel with Stephen Mihm, (2010), Crisis Economics, London, Allen Lane.

Wolf, Martin (2010). Fixing Global Finance, 2o edition. Hampshire, US, Yale University Press.

GM. 30 de abril 2011.

