

SUPLEMENTO
143

RePro
REALIDAD PROFESIONAL

INFORME ECONÓMICO DE COYUNTURA

1ª. Parte

Los cambios
en la economía mundial
**Efectos en países
emergentes y en Argentina**



Ciencias Económicas

CONSEJO | BUENOS AIRES



1ª. Parte

Los cambios en la economía mundial Efectos en países emergentes y en Argentina

Advertencia previa

Debido a su extensión, este trabajo se publicará en dos partes. A fin de que el lector pueda adquirir una idea global de la temática analizada, introducimos a continuación, un sumario del trabajo completo.

Sumario:

1ª. Parte

1. La Política Monetaria de Estados Unidos
 - 1.1. La hegemonía del dólar
 - 1.2. Evolución de las políticas de la Reserva Federal
 - 1.3. Los riesgos de una política monetaria expansionista
 - 1.4. Señales de cambio en la Reserva Federal
2. Efectos sobre los países emergentes
 - 2.1. Su papel en la economía mundial
 - 2.2. Los efectos de las políticas monetarias expansionistas
 - Flujos de capital
 - Precios de commodities
 - Acumulación de Reservas
 - 2.3. El impacto del retiro de los estímulos

2ª. Parte

- 2.3.1. Cambios en las tendencias de variables estratégicas
 - Tasa de Interés Internacional
 - Flujos de Capital
 - Depreciación de las monedas
 - Precios de commodities
- 2.3.2. La política económica frente a los cambios
 - Tasas de Interés en Emergentes
 - Reservas en Emergentes
- 2.3.3. Impacto global de los cambios
 - Indicadores Riesgo País
 - Indicadores del Nivel de Actividad
3. El impacto de los cambios sobre Argentina

La Política Monetaria de Estados Unidos

Los cambios en la economía mundial están siendo provocados por una modificación esencial de la política monetaria de Estados Unidos. Por ello, como punto de partida realizaremos una evaluación de esas transformaciones. En ese sentido haremos un repaso acerca del porqué de la hegemonía del dólar, la evolución de su política monetaria, los riesgos de una política expansionista y las señales del cambio.

La hegemonía del dólar

Parecería que el carácter hegemónico de la moneda estadounidense es algo casi "natural" y derivado del poderío de ese país (económico, militar, e incluso cultural). Es como si en algún momento, las autoridades estadounidenses hubiesen tomado la decisión de ubicar su moneda en un lugar preponderante de la economía mundial.

Sin embargo, esta interpretación no es correcta. La posición dominante del dólar en el mundo es producto de las condiciones objetivas de la economía mundial y de las decisiones de los agentes económicos del resto del mundo.

En primer lugar, la posición relativa del dólar respecto al resto de monedas fuertes. A pesar de la crisis que sobrellevó en los últimos años la economía estadounidense, a la que sumó una política de emisión monetaria casi sin límites y un endeudamiento aparentemente insostenible, sigue siendo la moneda elegida por el resto del mundo para el intercambio comercial y financiero y la acumulación de reservas.

Es que la crisis mundial, que tuvo su punto de partida justamente en EE.UU., generó la extraña paradoja de fortalecer la preeminencia del dólar. Aquí incide el factor seguridad que la convierte en una moneda de refugio ya que el resto del mundo percibe que las restantes monedas "fuertes" se encuentran en peores condiciones relativas.

En las prácticas financieras mundiales, tanto a nivel de instituciones financieras como de operadores individuales, cuando se producen condiciones de alta volatilidad, el objetivo es mantenerse en activos relativamente seguros y de alta liquidez como medida preventiva frente a una eventual agudización de la crisis.



Esto incrementa la demanda de Bonos del Tesoro y de billetes dólar. Especialmente de estos últimos pues esos bonos son escasos. Esta situación se debe a que la Reserva Federal de EEUU (o Fed – Banco Central de EE.UU.) utiliza como uno de los pilares centrales de su política de estímulos, la emisión contra el retiro de mercado de bonos del Tesoro.

Esto lo diferencia del caso de la Unión Europea, donde la acción del B.C.E. (Banco Central Europeo) se orientó hacia la expansión monetaria sólo para el salvataje de bancos de la región. La determinación de compra ilimitada de bonos de países en dificultades no se pudo aún concretar por el veto de Alemania a esta medida.

Mientras tanto, en los países emergentes, y en líneas generales en los no desarrollados, tanto el sector Gobierno como los operadores privados, necesitan contar con activos líquidos que respalden una eventual fuga de capitales. Esto se transforma en una fuerte acumulación de reservas en divisas fuertes que garantice su propia moneda, o bien los capitales privados, frente a corridas especulativas y pago de deudas.

En su conjunto, los países en desarrollo (incluye emergentes), entre los años 2007 a 2012 han sumado a sus reservas 4,8 billones (en expresión latina: millón de millón) de dólares, cuando el total de reservas mundiales se ubicaba, a fines de 2012, en casi 11,0 billones (Banco de Pagos Internacionales – 83º Informe anual. En: www.bis.org).

La estabilidad financiera del planeta, sin lugar a dudas, se asienta sobre el dólar y la deuda del Tesoro de EE.UU.

La hegemonía del dólar no se debe a una decisión del gobierno de EEUU sino al resto del mundo que le adjudica ese carácter. Y ese carácter deriva, de la determinación del resto del mundo de acumular reservas públicas y privadas en dólares y además utilizar como cartabón de contingencia, a los bonos del Tesoro de EE.UU., a los que considera de riesgo cero.

Esto permite a los EE.UU. realizar políticas de estímulo monetario (emitir dinero en gran escala) sin provocar inflación debido a la absorción de billetes por parte del resto del mundo. Al destinarlos a reservas convierte su velocidad de circulación en cero y así reduce el ritmo promedio del total de la emisión. El efecto de la emisión adicional es nulo respecto a precios.

Todo esto explica el porqué, a pesar de la crisis que afectó a EE.UU. desde fines de 2007, la emisión de dólares en gran escala, su altísima deuda, y la pérdida de posiciones en materia productiva y comercial frente a China; la moneda estadounidense, no sólo que no dejó de ser hegemónica, sino que profundizó ese carácter en los últimos años.

La cuestión es de tal magnitud que los funcionarios de ese país nunca aluden de manera directa a ello. En defensa de sus políticas frente a los congresistas, donde buena parte de ellos critican las políticas de emisión y endeudamiento, sólo realizan insinuaciones. Cuando el Presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, presentó en el año 2010 su

informe al Congreso de EE.UU. expresó:

“En su intervención ante el Comité Presupuestario de la Cámara de Representantes, Bernanke (Presidente de la Reserva Federal) ha asegurado que Estados Unidos está en una situación ‘privilegiada’ frente a los problemas que sufre Europa, [...]” (Diario el Mundo, Madrid, 09-06-2010).

Y esto es vertido sólo de manera verbal. En el texto del informe anual correspondiente al año 2010, con una extensión de 454 páginas, presentado en esa oportunidad, no existe una expresión similar a ésta.

Evolución de las políticas de la Reserva Federal

Frente a la crisis iniciada a fines del año 2007, que tuvo como punto de partida los llamados créditos hipotecarios “subprime”, y luego generalizada a toda la esfera financiera mundial, la Reserva Federal de EE.UU. tuvo oportunidad de utilizar la poderosa artillería que disponía, sostenida en el papel hegemónico de su moneda.

En ese sentido realizó tres rondas de expansión monetaria denominadas Q.E. (Quantitative easing) que actuaron por vía del salvataje bancario y empresario, la compra de hipotecas y de bonos, y la reducción de la tasa de interés de referencia.

En la tercera de esas rondas de flexibilización monetaria (a partir de fines del 2012), llevó la política monetaria a límites que en otro contexto hubiese sido tachada de insensata. A los US\$ 40 mil millones mensuales que venía comprando en hipotecas, agregó US\$ 45 mil millones de emisión adicional para la compra de bonos del Tesoro de EE.UU. El nivel de emisión pasó a ser de 85 mil millones de dólares mensuales, y sin horizonte definido. Esto lo diferenciaba de las rondas anteriores que sí contemplaban una fecha de vencimiento.

Analistas privados estiman que con esos montos, la Reserva Federal absorbe alrededor del 90 % del total de la deuda emitida, incluyendo el estado en todos sus niveles y las empresas.

Los activos totales de esa institución indican, que desde el inicio de la crisis lleva inyectado 3 billones de dólares, quintuplicando los valores y la proporción de esos activos respecto al PBI.

El esquema se completa con los tipos de interés de referencia de corto plazo donde mantuvieron la tasa en niveles cercanos al cero. Actualmente sigue por debajo del 0,25 % anual, es decir, similares a los que regían ya hacia fines del año 2008.

A pesar de una tasa casi inexistente, también este instrumento fue profundizado. Hasta diciembre de 2012, se anunciaba el mantenimiento (o pequeñas variaciones) de la tasa sin comprometer nada respecto al futuro. A partir de allí, la Reserva Federal estableció una estrategia basada en una orientación hacia el futuro. En ese sentido se comprometió a sostener la tasa de referencia por debajo del 0,25 % mientras no existan expectativas de inflación y el desempleo se encuentre por debajo de determinado nivel.



Mayor audacia, contundencia y heterodoxia resultan impensables dentro de los cánones actuales de la ciencia económica. Y, sin embargo, contó con el apoyo irrestricto, nada menos que del FMI, que frente al resto del mundo se comporta como el líder de las políticas monetarias prudentes y ortodoxas. En el informe de abril del 2013 del World Economic Outlook (www.imf.org) expresa:

“La brecha del producto sigue siendo considerable, y se prevé que mantendrá la inflación por debajo del 2% durante 2013–14. Dados los riesgos a la baja, resultan apropiadas las medidas de distensión monetaria anunciadas por la Reserva Federal en diciembre de 2012.” (pág. 55).

No obstante, desde nuestro punto de vista, debemos pensar que cifras de tal magnitud no sólo impactan la recuperación económica de EE.UU., en particular su capacidad de crear puestos de trabajo para lograr un descenso de la desocupación. También tienen efecto sobre la economía mundial. No sólo por su implementación, sino que lo tendrán también cuando sean retiradas y de acuerdo al ritmo que adquiera. En particular, efectos sobre los países que históricamente han sido más sensibles a los flujos internacionales y que en los últimos años detentan el grueso de ellos. Nos estamos refiriendo a los denominados “emergentes” tales como el grupo BRIC’s – Brasil, Rusia, India y China – y otros similares.

Los riesgos de una política monetaria expansionista

Ya hemos visto por qué las condiciones internacionales de absorción monetaria de la altísima emisión de la Reserva Federal no generan presiones inflacionarias. La realidad fue contundente y lo que hasta ese momento fue la crítica más importante a la institución, respecto a la inflación que generaría su política de estímulos, se cayó de manera estrepitosa. Los precios al consumidor en los Estados Unidos seguían en un nivel de alrededor la mitad de la meta anual del 2 % fijada.

Sin embargo, esta política no está exenta de otros tipos de riesgos en gran escala. Y las autoridades monetarias de EE.UU. fueron muy conscientes de ello.

¿Por qué entonces siguieron adelante con su política durante años? La respuesta es simple. La recuperación económica, en particular la disminución de la desocupación es una prioridad debido a que en el bienio 2008–09 habían perdido nada menos que 8,5 millones puestos de trabajo. Una vez alcanzados los niveles de actividad y de ocupación deseados, con la misma determinación que cometieron esa audacia, harían todos los esfuerzos necesarios para dismantelar los estímulos monetarios y financieros.

El FMI desarrolló en su informe (WEO de abril de 2013) esos “otros” riesgos, a los que llamó “problemas con las políticas monetarias no convencionales” y los clasificó en internos a la economía estadounidense y externos a ella.

En el primer caso, se encuentran los riesgos colaterales de políticas

monetarias extremas y aquellos derivados del momento en que se produzca el “repliegue” del banco central.

Los riesgos que denominamos “externos” son los que se producen sobre el flujo internacional de capitales, en particular sobre los países denominados países emergentes que generan y reciben el grueso de esos movimientos. Y allí también los riesgos aparecen tanto en la etapa de adopción de las medidas como en su eventual retiro.

Resulta indudable que este último tipo de efectos es de interés secundario para las autoridades monetarias de Estados Unidos cuya mira principal se ubica en la problemática socio-económica del ciudadano estadounidense. Sin embargo, para nosotros, ubicados sobre ese “territorio externo” es del mayor interés conocer esos efectos, a fin de adoptar políticas preventivas orientadas a minimizar eventuales efectos negativos. Es por eso que los trataremos, más adelante, y de manera diferenciada.

En esta sección, comenzamos por los riesgos internos colaterales a la adopción de la política monetaria de la Reserva Federal. Sin duda el principal de ellos deriva de las burbujas de precios de los activos financieros, a partir del diferencial de sus rendimientos respecto de las tasas de interés.

La “inundación” de moneda en los mercados y una tasa de interés casi nula impulsan decisiones hacia la acumulación en los balances de activos financieros de baja calidad. Las empresas e inversores son empujados hacia acciones y bonos empresarios “chatarra”, es decir adquieren valores de alto riesgo como forma de elevar su tasa de retorno ya que la reducción de la tasa de referencia reducen la rentabilidad de los activos financieros más seguros, tales como los bonos del Tesoro estadounidense.

No es casualidad que en el período de estímulos se registraran fuertes alzas respecto a los niveles históricos en todo tipo de acciones y bonos, aún los calificados como “no investment grade”.

Otro riesgo asociado, deriva del financiamiento barato que permite mantener de manera artificial la operatoria de empresas con bajos niveles de eficiencia. Ese financiamiento proviene por vía accionaria, emisión de bonos y crédito bancario de bajo costo.

Y en el plano macroeconómico, la cuestión fiscal. En particular el nivel de endeudamiento, que en el caso de EE.UU. se ubica a fines de 2013 en un sorprendente nivel del 104.1 % del PBI cuando una década atrás se encontraba en un nivel del 34,9 %. (www.oecd.org).

Aunque gracias a las condiciones hegemónicas de la moneda estadounidense esos niveles son soportables, producen dos tipos de efecto negativo en el ámbito fiscal. En primer lugar pospone los cambios estructurales tanto en recursos como en gasto debido a que las condiciones facilitan el financiamiento del déficit presupuestario en todos los niveles gubernamentales. En segundo lugar, en EE.UU. dada su particular estructura política, año a año se presenta el problema legislativo



derivado de la aprobación de nuevos “techos” para la deuda donde en realidad dirimen el debate sobre la política económica en su conjunto.

El otro gran tipo de riesgo “interno” es frente al momento inevitable del desmantelamiento de las medidas, en particular cuando la Reserva Federal desarme sus tenencias de bonos. Su retiro provocará efectos simétricos a los que se venían produciendo. Nadie podrá impedir que los tipos de interés se eleven y se transformará en pérdidas derivadas de la acumulación de activos financieros “basura”, alza en el costo de financiamiento, y tendencias hacia la deflación. Debe tenerse en cuenta que, de hecho, la Reserva Federal considera para la economía estadounidense, que un nivel de elevación de precios por debajo del 2 % anual representa una clara tendencia hacia un proceso deflacionario al que consideran de alto riesgo.

Aunque existe experiencia mundial en la “salida” de política de estímulos, nunca en la historia económica de EE.UU. y del mundo, se había presentado la necesidad de desandar los pasos luego de utilizar los instrumentos monetarios en una escala de tal magnitud.

En este sentido resulta crucial el diseño de una estrategia paulatina de salida. El solo anuncio referido a un cercano retiro de estímulos que se ubicaría en un punto donde la economía recupere su senda de crecimiento (Mayo de 2013), provocó una conmoción. A pesar de que todos los operadores sabían que llegaría ese momento, hubo movimientos muy importantes en las variables económicas, entre ellos, el aumento de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos y la caída de mercados de bonos y acciones a nivel mundial.

Por nuestra parte, entendemos que los impactos más importantes fueron sobre el flujo de capitales y otras variables que afectan al resto del mundo y que analizaremos más adelante.

De hecho, la Reserva Federal estaba produciendo una modificación muy importante en sus criterios de política económica. Hasta allí el objetivo de evitar la inflación por parte de los bancos centrales ponía la mira en el indicador de la evolución de los precios internos de los bienes y servicios, tal como lo señala la ortodoxia. En esta nueva política incorporó al concepto de inflación, el precio de los activos financieros. No sólo mantener controlada la inflación sino también la burbuja de activos que permitiría estabilizar el ciclo de la deuda.

Señales de cambio en la Reserva Federal

Durante 2013 y hasta noviembre de ese año, la Reserva Federal realizó, y de manera consciente, un “juego” ambiguo de anuncios que oscilaba entre: “seguiremos” y “frenaremos” los estímulos. El objetivo era evitar maniobras defensivas y especulativas que se adelantaran a las decisiones y licuaran su efecto potencial.

Pero cuando en el mes de noviembre dispusieron de las cifras de la situación de la economía estadounidense en el 3er trimestre, advirtieron que los avances de la recuperación habían ido más lejos de lo previsto.

Se aproximaba el momento de tomar decisiones.

Sin embargo, la información no era completa. Una parte importante de la administración pública había estado paralizada temporalmente debido a los problemas derivados de la falta de presupuesto. La causa fue el debate parlamentario alrededor del “techo de la deuda”, y debían esperar hasta la primera quincena de diciembre para realizar una evaluación integral.

Dicha evaluación tomaría como base un test diseñado en la propia Reserva Federal, basado en la información sobre ocupación, crecimiento y variación de precios. A partir de allí se decidiría el recorte de la compra de bonos y la modificación de las tasas de interés de corto plazo.

Los puestos de trabajo creados en noviembre de 2013, fueron 203.000 (un tercio superior a los creados durante 2012). Como consecuencia de esto, la tasa de desocupación que se preveía en un entorno de 7,6 – 7,9%, se redujo hasta el 7%, el nivel más bajo alcanzado en el último quinquenio. Y la previsión para 2014 se encuentra en el entorno del 6,3 al 6,6% en el nivel de desocupación.

Por su parte, el PBI creció en el 3er trimestre a una tasa del 4,1% con aporte de todos sus componentes. Debe tenerse en cuenta que estaba prevista para este período una tasa del 3,6% y que en los períodos inmediatos anteriores había sido, del 1,1% en el primer trimestre y del 2,5% en el segundo trimestre.

El único indicador incompatible para comenzar a operar la reversión era el correspondiente a los precios. La Reserva Federal lo mide por el índice de precios de los gastos de consumo personal que elabora el Dpto. de Comercio. Este indicador cayó a una tasa anualizada del 0,7%, cuando la meta que debería disparar la decisión ha sido ubicada en el 2% anual.

Para 2014 se prevé sólo una variación del 1,2% en dicho indicador lo que en términos de la Reserva Federal es una advertencia de riesgo de deflación. En ese sentido, será objeto de un seguimiento muy cuidadoso ya que consideran esa eventualidad como de mayor peligro que el de un proceso inflacionario. En ese caso, también podría entrar a jugar el nivel de aceleración en la reversión de tasas.

Con esta información en la mano, el 18-12-2013, adoptan la decisión de reducir la compra de bonos del Tesoro y títulos hipotecarios (estaba en un nivel de 85 mil millones de dólares mensuales) en U\$S 10 mil millones, con una distribución igualitaria para cada tipo de título, a partir del mes de enero de 2014. Aunque marque un sendero de disminución paulatina y moderada, el proceso se acelerará o ralentizará según la tendencia que vayan marcando los índices señalados.

Y no puede haber duda alguna respecto al ritmo de “atropellada” que ya señalan. Por eso, la mayor posibilidad radica, en una aceleración de los recortes.

Respecto a las tasas de interés ratificaron el criterio de mantenerlas



en un horizonte más amplio pero sin comprometer plazo alguno. Sólo un período adicional luego de llegar a la meta del 6,5% en la desocupación, con vistas a verificar que el indicador se afiance en ese nivel o bien siga disminuyendo. Y dada la tendencia y su ritmo de desaceleración, puede llegar a verificarse en el corto plazo.

De esta manera, con el dismantelamiento de las políticas activas, en razón del fortalecimiento de su economía, la Reserva Federal volvería a las políticas ortodoxas.

No podemos dejar de mencionar que mientras suceden estos cambios se ha producido el cambio en la Presidencia de la Reserva Federal. Al retiro de Ben Bernanke le sucede Janet Yellen. La elección supone una continuidad de los criterios, incluso con mayor profundidad y decisión, tanto respecto de la adopción de decisiones heterodoxas frente a condiciones de crisis con efectos sociales, como la determinación de salir de ese esquema en tanto se hayan conseguido los objetivos de recuperación de la economía. A esto se suma que la funcionaria designada realizó toda su carrera dentro de la institución y había llegado a la vicepresidencia del organismo, luego de pasar por todos los niveles de responsabilidad.

Efectos sobre los países emergentes

El punto central del dismantelamiento de las medidas de estímulo radica en sus efectos. Y a nosotros nos interesan aquellos que recaen sobre los países emergentes y sobre Argentina en particular. Se trata de una experiencia hasta ahora única, ya que es la salida de estímulos desde niveles nunca antes experimentados. Es similar a haber inoculado altas dosis de una droga que produce cambios en el organismo y ahora vienen los efectos de reducir la dosis hasta su completa eliminación.

Y en primer lugar, analizamos el impacto sobre las economías emergentes. Repasaremos de manera sucesiva, el papel que están cumpliendo en la economía mundial; el impacto de las políticas expansionistas en temas claves tales como flujos de capital, precio de los commodities, reservas, y otros; los efectos que tuvieron esos cambios; las políticas realizadas, y los efectos globales de tendencias y políticas a través de los movimientos de la tasa de riesgo y del nivel de actividad.

Su papel en la economía mundial

Hemos hablado ya del papel que vienen jugando los países emergentes en el proceso de la crisis mundial. Este grupo de países, tiene habitualmente un tratamiento diferencial dentro de los no desarrollados, debido a que, por una parte, detentan la mayor dinámica de crecimiento en base a industrialización y al desarrollo potencial de un gran mercado interno a partir de una extensa geografía que produce recursos naturales y elevados niveles de población que pone a disposición recursos humanos en gran escala. Se estima que en la última década han sido responsables de las $\frac{3}{4}$ partes del crecimiento, es decir, fueron los que traccionaron la economía mundial.

Por la otra, son los más susceptibles a las variaciones que se producen en los países desarrollados. Esto es consecuencia del proceso de globalización financiera y comercial de los '80 y '90. Su alta sensibilidad deriva de su tamaño y nivel de conexión a la economía mundial. Esto implica que refleja rápidamente los cambios en las tasas de interés internacional, los altibajos de las bolsas, los cambios en la demanda mundial y la dirección que adoptan los flujos de capital. El grupo más representativo es el BRIC's (Brasil, Rusia, India y China) y una gran "mancha" adicional de países tales como Sudáfrica, Ucrania, Tailandia, Indonesia, Turquía y similares, cuyas economías fluctúan en similar sentido.

Aunque el caso de Argentina es muy específico para un encuadramiento tan determinante frente a los procesos internacionales, su economía interna reacciona de manera semejante a estos grupos de países. No sólo por causas estructurales sino también por su fuerte ligazón comercial con países como Brasil y China, que forman parte del "corazón" del grupo de los emergentes. El impacto sobre Argentina resulta amplificado por esta doble vía de efectos que analizaremos después.

Los efectos de las políticas monetarias expansionistas

Sin duda, la adopción de una agresiva política monetaria por parte de la Reserva Federal a partir del año 2008 (y en mucha menor medida el BCE - Banco Central Europeo) a fin de coadyuvar a la salida de la crisis, tuvo muy importantes efectos en este grupo de países. Es que hemos estado frente al mayor experimento de inyección adicional de moneda de la historia económica mundial. Veamos las variables que provocaron los más fuertes efectos:

- Disponibilidad de crédito barato en gran escala para financiar tanto al sector privado como al sector público. Por la metodología empleada, la hiperliquidez de EE.UU. se derramó hacia todos los sectores en EE.UU. y hacia el resto del mundo.
- Colocación de bonos públicos y empresarios en mercados desarrollados originados en mercados emergentes. Estos activos sustituyeron otros de países desarrollados pues sus rendimientos eran muy superiores aún ajustados por los factores de riesgo.
- Aflujos de capital hacia los mercados emergentes bajo la forma de IDE (inversión extranjera directa) y otras formas, en búsqueda de mayores tasas de retorno.
- Crecimiento del volumen de las exportaciones a países desarrollados cuya capacidad de compra se potenció por la disponibilidad de ingentes cantidades de crédito de muy bajo costo.
- Variación al alza de los precios de exportación debido al fenómeno global del aumento en el precio de los commodities.
- Acumulación de reservas en el sector público y privado de los países emergentes a fin de contrarrestar las presiones hacia la revaluación y



compensar los grandes flujos de capital.

Este conjunto de factores hizo posible que las economías emergentes pudieran revertir las deficitarias condiciones históricas de su sector externo e impulsar la actividad interna y el empleo. Y además tuvo su reflejo en los resultados bursátiles que llegaron a quintuplicar el beneficio obtenido respecto a las bolsas que operan en países desarrollados.

Veamos algunos resultados concretos de lo que entendemos fueron los puntos principales de ese proceso: flujos de capital, precio de los commodities, y acumulación de reservas, seleccionados por su particular impacto sobre las estructuras y el nivel de actividad.

Flujos de capital: Hemos seleccionado como punto de partida las variaciones entre el promedio del período 2009/12 respecto a 2002/03. Bajo ese esquema, nos encontramos que a nivel mundial, la Inversión Extranjera Directa (IDE) creció un 130%. Pero esto es solo un promedio. Si analizamos su composición por tipo de países nos encontramos con fenómenos opuestos. Mientras los países en vías de desarrollo (incluyendo emergentes) crecieron un 259%, los desarrollados descienden un -69%. Esto produjo un cambio que hasta hace algunos años hubiese parecido imposible: en el año 2012, el flujo, en valores absolutos hacia los países desarrollados es inferior respecto a los países en desarrollo. Debemos tener en cuenta que históricamente las economías más avanzadas habían detentado 2/3 partes del flujo total acumulado. En el año 2012, su participación había descendido hasta el 42%.

Para el mismo período, en América Latina (incluye zona del Caribe) el incremento es del 120%, es decir sólo levemente inferior al promedio mundial. Sin embargo, en el caso específico de Brasil crece un 335%. Esta es una de las causas por las que ese país forma parte del grupo BRIC's. Si tomamos la categoría "Emergentes" (Brasil, China y otros), el crecimiento para similar período es del 183%. (Cf. en <http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=88>).

Precios de commodities: Aunque en el caso del precio de los commodities agrícolas existen causas independientes que justificaban su alto nivel (demanda sostenida de China e India, utilización de granos en biocombustibles, y otras de tipo estructural), existe un elemento común a otros productos básicos (oro, metales, petróleo) que lo vincula al fenómeno financiero: el deterioro del precio de los instrumentos tradicionales de las operaciones financieras que siguen el sendero que marcan las tasas de interés, hizo posible que las operaciones especulativas comenzaran a orientarse hacia los bienes de tipo commodities. Este corrimiento creó una "espuma" adicional en sus precios que crecieron a nivel récord.

Estamos hablando de granos, metales, petróleo, oro y similares, en cuya provisión juegan un papel fundamental estos países emergentes. Sus precios, en el último período (entre los años 2006 y 2012) crecieron en gran escala, aunque interrumpida por una fuerte caída en el año 2009

y su posterior recuperación. Entre puntas crecieron alrededor del 50% en la mayoría de casos y del triple en el caso específico del poroto de soja (Cf. en www.imf.org y en www.worldbank.org). A partir de los años 2011, en algunos casos, y 2012 en otros, se produjo un descenso de esos precios que lo analizaremos más adelante.

En líneas generales estos efectos fueron positivos. Sin embargo, también debemos tener en cuenta efectos negativos derivados de lo que se conoce como el síndrome de la "enfermedad holandesa". El aflujo de capitales y las bajas tasas de interés hace posible políticas de retraso cambiario que afecta tanto a las exportaciones como las importaciones.

En el caso de las exportaciones, caen los ingresos de los exportadores en moneda local y elimina capacidad de competitividad en los rubros de no tradicionales. En cambio las exportaciones de productos básicos (agro, petróleo, minería, etc.) en los que históricamente están especializados debido a sus ventajas comparativas no se resienten. Este fenómeno produce un efecto de reprimarización de la economía y con ello, los avances logrados en materia de capacidad tecnológica para competir internacionalmente en productos industriales, quedan deteriorados.

Acumulación de Reservas: Entre fines del 2006 y 2012, las reservas públicas a nivel mundial se duplicaron, pero con una característica muy particular. Aumentaron en mayor proporción en los países no desarrollados (incluye emergentes) con 122% de aumento frente a un 68% en los países desarrollados. Y crecieron más aún en las economías emergentes. En el caso de China se incrementó el 210% y en el de Brasil el 326%. Las economías no desarrolladas acumulaban a fines del año 2012 el 79,6% del stock mundial. El 20,4% restante se encontraba en manos de los países desarrollados (Cf. en Banco de Pagos Internacionales. 83º Informe Anual-Junio de 2013 en www.bis.org).

El impacto del retiro de los estímulos

Los efectos de la política monetaria estadounidense de estímulo a partir de la crisis de 2007-08 tuvieron, como hemos visto impactos, positivos y negativos sobre los países emergentes y en general los países no desarrollados.

Frente al inicio efectivo de retiro de esas medidas debemos preguntarnos sobre los efectos que tendrá en el resto del mundo. Podríamos realizar un tratamiento hipotético sobre la base de imaginar la reversión de cada uno de esos elementos. Sin embargo, tenemos una prueba empírica de esas tendencias. Los efectos que se produjeron a partir del anuncio del retiro de las medidas.

A mediados de mayo de 2013, la Reserva Federal, con el solo anuncio referido a que en un futuro no precisado se comenzará a retirar los estímulos (emisión contra títulos —bonos e hipotecas, y tasas de interés de referencias cercanas al cero), produjo un fuerte impacto



en la economía mundial.

Y su vehículo fueron los mecanismos de funcionamiento de los mercados financieros internacionales. Allí rigen dos criterios básicos: por un lado, descontar de manera anticipada, tanto las medidas gubernamentales como los efectos de la economía real, y por el otro, el llamado efecto “manada”.

Por el primero, una lucha permanente de los agentes económicos por adelantarse a los acontecimientos a fin de ubicarse en la mejor posición posible para defender sus activos y, si es posible, usufructuar de los cambios. Por el segundo, cuando algún integrante de la “manada” adopta una decisión que revierte lo realizado hasta el momento, y el resto supone que lo hace por contar con información propia o privilegiada, (justamente por eso es reputado como “jefe de la manada”), todos actúan en similar dirección y de manera simultánea, potenciando los efectos de los cambios y llevándolos al límite.

Es por eso que en los ámbitos financieros los cambios siempre aparecen de manera sorpresiva y con movimientos exagerados.

Y estos cambios en el proceso financiero mundial pusieron al desnudo las debilidades subyacentes en las economías emergentes que no supieron o no pudieron aprovechar un largo período de “viento de cola” para realizar cambios en sus viejos problemas estructurales: perfil de comercio exterior (dependencia de insumos importados por razones tecnológicas y predominio de la exportación de commodities); pree-

minencia de una competitividad internacional basada en precios y no en una mayor productividad; debilidades en los sistemas financieros (problemas en el crédito bancario y fragilidad del mercado de capitales); deterioro de la inversión en infraestructura; etc. Sin la “protección” de las tendencias internacionales, estos problemas vuelven a asomar sus cabezas y ponen en jaque la coyuntura.

Dani Rodrik, economista de la universidad de Princeton y Harvard en EE.UU., especializado en la problemática de países no desarrollados expresa al respecto:

“Siempre tuve la visión de que el muy rápido crecimiento de los países emergentes en los últimos años era transitorio e insostenible, [. . .] En muchos casos, estaba basado en el dinero barato y los altos precios de las materias primas, y no en una dinámica interna sólida que apoyase el crecimiento sostenido”. (El País, Madrid, 30/08/13)

El proceso comenzó, a partir de los anuncios, con una suba de la tasa a diez años del Tesoro de EE.UU. que en pocos meses pasó del 1,7 al 3,0% anual. Esto produjo una alta volatilidad en las operaciones bursátiles que anticipaban un cambio de ciclo en la economía mundial, con fuertes y específicos efectos en los países emergentes. Allí se produjeron cambios de las tendencias en variables que son estratégicas para esos países, cambios en las políticas que se implementaron y un fuerte impacto conjunto de ambos elementos.

(continuará)

Consulte Informes de Coyuntura anteriores
en la sección Biblioteca Virtual

WWW.CPBA.COM.AR

