

José A. Barbero  
Alfredo Gutiérrez Girault  
José Siaba Serrate

# HACIA UNA NORMALIZACIÓN POSIBLE

El G20 y la construcción de consensos  
en una economía mundial divergente



Konrad  
Adenauer  
Stiftung

**CARI** /

CONSEJO ARGENTINO PARA LAS  
RELACIONES INTERNACIONALES

# HACIA UNA NORMALIZACIÓN POSIBLE

EL G20 Y LA CONSTRUCCIÓN DE CONSENSOS  
EN UNA ECONOMÍA MUNDIAL DIVERGENTE

José A. Barbero - Alfredo Gutiérrez Girault - José Siaba Serrate

# HACIA UNA NORMALIZACIÓN POSIBLE

## EL G20 Y LA CONSTRUCCIÓN DE CONSENSOS EN UNA ECONOMÍA MUNDIAL DIVERGENTE

José A. Barbero - Alfredo Gutiérrez Girault - José Siaba Serrate

**Documentos de Trabajo**  
**Nº 95**  
**DICIEMBRE 2015**

Proyecto desarrollado con el apoyo de la  
Fundación Konrad Adenauer en Argentina

**CONSEJO ARGENTINO PARA LAS RELACIONES INTERNACIONALES**

Las opiniones expresadas en esta publicación son exclusiva responsabilidad  
de sus autores y no reflejan necesariamente el pensamiento del CARI

**Documentos de Trabajo**

**Nº 95**

**DICIEMBRE 2015**

**ISSN 1668-933X**

CARI Consejo Argentino para las Relaciones Internacionales  
Uruguay 1037, piso 1º, C1016ACA. Buenos Aires, República Argentina  
Teléfono: (005411) 4811-0071 al 74 - Fax: (005411) 4815-4742  
Correo electrónico: [cari@cari.org.ar](mailto:cari@cari.org.ar) - Sitio web: [www.cari.org.ar](http://www.cari.org.ar)

# AGRADECIMIENTOS

Los autores de este documento deseamos expresar en primer lugar nuestro agradecimiento a la Fundación Konrad Adenauer en la Argentina y al Consejo Argentino para las Relaciones Internacionales (CARI) por el apoyo brindado a este proyecto. En segundo lugar, nuestro reconocimiento especial a todos aquellos expertos que en las diferentes instancias de consulta de este ejercicio han tomado tiempo de sus actividades para discutir con nosotros cuestiones importantes para la elaboración final de este informe: Julieta Abad, Ubaldo Aguirre, Ricardo Arriazu, Maximiliano Castillo, Marcela Cristini, Alejandro Dillon, José María Fanelli, Jorge Forteza, Raúl Katz, José María Lladós, Carlos Pérez Rovira, Adalberto Rodríguez Giavarini, Rodolfo Santángelo y Kristin Wesemann.

Por último, agradecemos también a Gustavo Martínez por su trabajo de coordinación general, a Janina Mengelkamp y María Lafage por su colaboración; a María Belén Balardini, Gonzalo Casais y Carolina Zaccato por la confección de las relatorías.

*José A. Barbero, Alfredo Gutiérrez Girault y José Siaba Serrate*



# ÍNDICE

1. PANORAMA DE LA ECONOMÍA MUNDIAL .....	9
1.1 La marcha de la actividad económica .....	9
1.2 La evolución de los desbalances.....	14
1.3 El deterioro de las economías en desarrollo: la evaporación de los superávits gemelos.....	17
1.4 La coyuntura latinoamericana.....	22
1.5 Los desafíos de la región .....	27
2. EL DESEMPEÑO DEL G20 .....	31
2.1 ¿Cuál es el rol que cumple el G20 en la actualidad?.....	31
2.2 Una evaluación del papel del G20 .....	32
2.3 Economía global, gobernanza local.....	33
2.4 El sistema internacional en funciones.....	35
3. EL LARGO (Y SINUOSO) CAMINO HACIA LA NORMALIZACIÓN .....	37
3.1 Las políticas de estímulo extraordinario llegaron para quedarse por más tiempo que lo pensado.....	37
3.2 La expansión cuantitativa: debut y permanencia.....	38
3.3 La divergencia de las políticas monetarias .....	39
3.4 El último de los mohicanos se sumó a la corriente heterodoxa: el BCE se atrevió a la expansión cuantitativa (aunque no la llame por su nombre).....	39
3.5 Las otras experiencias expansivas.....	41
3.6 ¿Vuelve el superdólar? La divergencia de políticas monetarias y el fenómeno del dólar en alza.....	42
3.7 El dólar más firme anticipa el comienzo del endurecimiento monetario .....	44
3.8 No todas son malas noticias, aunque las buenas tienen sus bemoles: el shock petrolero expansivo.....	45
3.9 ¿Es posible normalizar un mundo donde lo anormal parece haberse convertido en la regla y no perecer en el intento?.....	47

4. LA INFRAESTRUCTURA GLOBAL LA PERSPECTIVA DEL G20 FRENTE A LA SITUACIÓN EN AMÉRICA LATINA Y ARGENTINA .....	51
4.1 La mirada del G20 sobre la infraestructura .....	51
4.1.1 Por qué la infraestructura .....	51
4.1.2 La situación general de la infraestructura en el mundo .....	52
4.1.3 La visión del G20 y su Iniciativa Global.....	53
4.1.4 Infraestructura y cambio climático.....	54
4.2 América Latina: una brecha que persiste .....	55
4.2.1 Un resumen estilizado de la infraestructura en la región.....	55
4.2.2 Características distintivas y principales desafíos en cada sector.....	58
4.2.3 Agenda estratégica y prioridades.....	59
4.3 Los desafíos de la infraestructura en Argentina.....	60
4.3.1 Las dificultades de medir el desempeño comparado .....	60
4.3.2 Una mirada al pasado reciente.....	63
4.3.3 Los retos para los próximos años .....	65
5. CONCLUSIONES.....	67
5.1 Infraestructura .....	70
5.1.1 La necesidad de mejorar la información básica.....	71
5.1.2 El potencial de la participación privada en la inversión en infraestructura.....	71
5.1.3 Incorporar el cambio climático en la agenda de la infraestructura .....	72
5.1.4 Énfasis en las instituciones en la provisión de servicios de infraestructura.....	72
6. BIBLIOGRAFÍA.....	73
7. ANEXO. RELATORÍAS .....	77
7.1 Primera reunión.....	78
7.2 Segunda reunión .....	88
7.3 Tercera reunión.....	95

# 1. PANORAMA DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

## 1.1 La marcha de la actividad económica

La economía mundial cumple cinco años consecutivos en que su crecimiento anual oscila en el entorno de 3,4%. Más aún: si se considera el período 2008-2015, el crecimiento anual acumulativo es 3,3%.

La estabilidad del ritmo de expansión es notable, como puede observarse en la Tabla I: en el período 1980-2009, la tasa anual media de crecimiento también fue del 3,3% y en cada una de las décadas que componen el período, la tasa media de crecimiento fue parecida. En rigor, es desde mediados del siglo pasado que el PIB mundial no registra caídas significativas.

Muchos sucesos políticos, económicos y sociales tuvieron lugar en el mundo en estos casi 40 años: la tecnología progresó persistentemente, extendiendo sus beneficios en todo el mundo, la Cortina de Hierro y el Muro de Berlín se derrumbaron, los precios del petróleo subieron y bajaron, China inició un proceso de apertura, las crisis financieras hicieron temblar al mundo, el fundamentalismo integrista ganó terreno. Pero el mundo mantuvo su tasa de crecimiento.

TABLA I

### CRECIMIENTO MUNDIAL POR REGIÓN Y CRECIMIENTO MUNDIAL PRODUCTO BRUTO INTERNO POR REGIÓN (tasa anual de variación)

	80-9	90-9	00-9	08	09	10	11	12	13	14	15	16
Mundo (PPA)	3,4	3,0	3,6	3,0	0,0	5,4	4,2	3,4	3,4	3,4	3,3	3,8
Economías avanzadas	2,9	2,3	1,6	0,1	-3,4	3,1	1,7	1,2	1,4	1,8	2,1	2,4
EEUU	2,7	2,4	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,4	2,5	3,0
Área Euro	2,3	2,0	1,2	0,4	-4,5	2,0	1,6	-0,8	-0,5	0,8	1,5	1,7
Japón	3,8	1,5	0,8	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,8	1,6	-0,1	0,8	1,2
Otras economías avanzadas	4,5	3,5	2,4	1,2	-2,1	4,6	2,9	1,7	2,1	2,8	2,7	3,1
Economías en desarrollo	4,3	5,3	6,0	5,8	3,1	7,4	6,2	5,2	5,0	4,6	4,2	4,7
Asia emergente	7,0	7,0	7,7	7,1	7,5	9,6	7,7	6,8	7,0	7,0	6,8	6,6
Latinoamérica	2,2	3,2	2,8	3,9	-1,3	6,1	4,9	3,1	2,9	1,3	0,5	1,7
Euro emergente		1,0	3,5	3,1	-3,0	4,8	5,4	1,3	2,9	2,8	2,9	2,9
Mundo (mercado)		2,6	2,3	1,5	-2,0	4,1	3,0	2,4	2,5	2,7	2,6	3,2

FUENTE: FMI, *Panorama de la Economía Mundial*, abril 2015; FMI, *Actualización del Panorama de la Economía Mundial*, julio 2015; J.P. Morgan, *Global Data Watch*.

La tendencia global no debe ocultar algunos movimientos particulares.

- i. Como es esperable, el crecimiento de las economías avanzadas es más bajo que el de las economías en desarrollo.
- ii. Al mismo tiempo, las economías avanzadas se han venido “frenando” década a década, *vis à vis* la aceleración de las economías en desarrollo o emergentes.
- iii. En el ciclo económico en curso, el crecimiento anual de las economías emergentes viene bajando año a año desde 2010. Más aún, en los años 2012 y 2013 el crecimiento medio del mundo emergente estuvo en línea con la tendencia histórica (5% anual), pero en 2014 estuvo claramente por debajo y en 2015 se repetirá. Todavía en 2016, las proyecciones del FMI lo colocan en 4,7%.
- iv. En cambio, en las economías desarrolladas existe cierta volatilidad, con una tendencia suavemente creciente desde el año 2012; de todas maneras, el crecimiento medio anual para el período 2010-2015 arroja un magro 1,7%, similar al de la década 2000-2009 (que recoge la dramática caída de 2009, de 3,4%) y bien por debajo del observado en las décadas del 80 y 90.

Las distintas estrategias que frente a la crisis de 2008 adoptaron las economías desarrolladas están a la vista en la Tabla I. La rápida instrumentación del programa de relajación monetaria le permitió a EEUU una salida más rápida y, hasta cierto punto, más firme que en UE.

En efecto, EEUU recuperó a partir de 2010 su ritmo histórico de crecimiento –con una desaceleración en el año 2011–, aunque nunca pudo recuperar el bache de crecimiento provocado por la caída de 2009: obsérvese que entre 2012 y 2015 la economía estadounidense crece a una tasa constante de 2,3% anual, aunque las proyecciones de 2016 son de un crecimiento de 3,0%, si se concreta el más elevado post crisis.

Sin embargo, las tasas de crecimiento anuales del PIB estadounidense de los años posteriores a 2009 han sido sistemáticamente inferiores a las del promedio de los últimos nueve ciclos económicos.

El hecho de que se haya tardado ocho años desde la crisis en alcanzar una tasa de crecimiento de 3% (hipotéticamente, si se cumplen las proyecciones para 2016) revela que pese a que algunos problemas se han solucionado en la economía estadounidense y otros parecen en vías de hacerlo, todavía no pudo tomar un sendero definido de expansión. Ello pese a que la tasa de interés nominal fue extremadamente baja y la real suavemente negativa y los niveles de deuda de las familias volvieron a los valores inmediatamente anteriores a la crisis, hubo algunos factores que contribuyeron a la recuperación: i) una recomposición de riqueza que alentó el gasto; ii) el desempleo, si bien por encima de los niveles precrisis (5,4% en el segundo trimestre de 2015), se acerca a los valores de la NAIRU; iii) las exportaciones se reactivaron. Todo ello influyó positivamente sobre la demanda agregada.

La utilización de la capacidad instalada ronda el 77%. Frente a los niveles precrisis (80% en el período 2004-2008), todavía existe margen, aunque la recuperación frente al 66% observado en 2009 es notable. También es cierto que hubo un pequeño quiebre en la tendencia ascendente en la primera parte de 2015. Si bien eso demora la presencia de tensiones alcistas de precios en la economía estadounidense (las tasas de variación en cualquier índice oscilan entre 1% y 2%), los costos laborales crecen en torno al 2,5% anual en 2015, de la mano de mejoras salariales.

Entonces, la pregunta relevante es: ¿por qué no se moviliza el consumo (que también crece entre 2,5% y 3%), si están dadas todas las condiciones y si hasta los indicadores de situación financiera de hogares son favorables? Una explicación clara emerge con la observación de qué hicieron los hogares, a comienzos de 2015, con la súbita ganancia de poder de compra que les otorgó la baja profunda del precio de los combustibles (derivada de la merma en el precio del crudo en el mercado internacional). En vez de canalizarla a un mayor consumo, los hogares estadounidenses la dirigieron a incrementar su ahorro.

La Reserva Federal tiene una visión expectante. Sus proyecciones son que hacia 2018 la tasa de interés se ubique en 3,5%, mientras el mercado descuenta un valor de 2%. El punto es que el mercado, con una posición más pesimista que la oficial, no cree que las condiciones económicas puedan gatillar en el corto plazo una situación que obligue a la Reserva a llevar la tasa de interés tan arriba. Esta percepción del mercado es consistente con cuestiones más estructurales, tales como que el ritmo de crecimiento de la tecnología es más bajo que en los ciclos previos, que hay una caída del apetito inversor, que la merma de la tasa de actividad en el mercado de trabajo es lo que subyace en la caída del desempleo (hipótesis del trabajador desalentado) y no la creación de empleo de calidad, y que hay una suerte de burbuja de ahorro que deprime la tasa de interés, como se explica más adelante.

En una palabra, hay un corrimiento simultáneo en oferta y demanda agregada con sendos shocks negativos: el bajo crecimiento de la productividad combinado con alguna presión salarial afectan la oferta y el débil comportamiento del empleo (pese a la baja de la tasa de desempleo) limitan a su vez el aumento de la demanda agregada.

Una gran masa de ahorros, cuyo origen se explica más adelante, genera liquidez y en un contexto de tasas de interés muy bajas plantea el riesgo de alguna burbuja (la búsqueda de mejores rendimientos que compensen las tasas bajas lleva a las familias a aumentar sus colocaciones, no solo en bonos *investment grade* sino también en los de mayor riesgo). De allí a que aumente la volatilidad de los mercados hay un paso. Y esto también explica que la Reserva Federal vele las armas, sobre todo dadas las turbulencias en China.

La reacción europea a la crisis, en cambio, fue más tardía, más tibia y, a la vez, desapareja entre los socios de la UE. La corrección fiscal sin relajación monetaria inicial contribuyó a la caída en la actividad económica de 2012/2013, de la cual recién parece emerger en 2014. Si la eurozona hubiera mantenido su crecimiento tendencial de 2,0% en el período 2008-2015, su PIB en 2015 sería 15% más alto que el estimado para ese año, de acuerdo con la Tabla I. De hecho,

el PIB de 2015 es similar al de 2008, y solo en el año 2010 alcanzó su tasa anual de crecimiento del 2% antes señalada.

Pero la relajación monetaria, finalmente, parece mostrar señales de dar resultado en Europa. La región, además, se beneficia de un euro depreciado frente al dólar (cada 10 puntos de devaluación tiene un efecto sobre el PIB real de 0,5 puntos porcentuales), de tasas de interés más bajas y de precios del petróleo más bajos (obviamente los países importadores). Todo ello agranda su capacidad de compra externa.

Con respecto a la relación dólar-euro y desde una perspectiva de largo plazo y de un *fair value*, la depreciación del euro hasta niveles inferiores a 1,10 dólar por unidad de la moneda común excedió lo razonable; un valor entre 1,10 y 1,20 equilibraría los costos laborales unitarios en EEUU y la UE, y que sirve como indicador de tendencia. El *overshooting* del dólar que comenzó a observarse en 2014 y aún persiste está asociado con las expectativas de los agentes económicos que están anticipando la divergencia entre las políticas de tasas de interés en EEUU (inminente suba de la tasa de la Reserva Federal) y Europa (estabilidad o eventual baja). En la medida en que las políticas monetarias de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo sigan divergiendo en el futuro y/o que esta divergencia se profundice, existe el riesgo de que el *overshooting* se mantenga o se agudice en el futuro, siempre en un marco de volatilidad de expectativas y de mercados. Obviamente, un euro débil es una ventaja para Europa en este momento.

Las proyecciones para 2015 indican que Alemania crecería 1,7% y Francia 1,5%, pero que en 2016 acelerarían su ritmo de expansión a 2,9% y 2,1% respectivamente. Pero la principal novedad en la UE es que los países mediterráneos han logrado ir recomponiéndose, excepto Grecia, en términos de expansión de la economía. Italia y España crecerían 0,7% y 3,1% en 2015 y se proyectan incrementos similares para 2016. E Inglaterra mantendría en ambos años una tasa de expansión de entre 2,5% y 3,0% anual, similar a la observada en 2014.

Es razonable estimar que la devaluación del euro provocará algunas tensiones de precios, que serán compensadas en parte por la caída del precio del petróleo ya mencionada. Las estimaciones ubican la tasa de inflación europea en el entorno del 1% anual hacia fin de año (respecto del último trimestre de 2014), con valores más elevados en Alemania y Francia que en España e Italia, lo que es consistente con la etapa del ciclo económico que transitan.

---

### BOX 1 El caso de Grecia\*

El problema de Grecia es relativamente simple: gastaba 15% del PIB en exceso a sus ingresos tanto en el sector público como el sector privado. La gente se jubilaba a los 57 años, tenía un salario mínimo del doble con respecto al de Alemania y 3 aguinaldos. Un déficit fiscal de 16% del PIB, con una deuda de 130% del PIB, un nivel de gasto público de 54% y un déficit externo de 15% (datos correspondientes al año 2009) conformaban un cuadro que obligaba a una corrección. Los datos a 2014

muestran la magnitud de la corrección y también el peso de los alivios recibidos: el déficit fiscal bajó a 2,7% (con un superávit primario de 1,5% contra el déficit de 10,2% de 2009 (un cambio de casi 12 puntos porcentuales) un nivel de gasto de 46,3% (un cambio de casi 8 puntos porcentuales) pero con una deuda de 177% del PIB. Pero en el medio de esta corrección fiscal, el PIB griego cayó 26% acumulado entre 2008 y 2013 (la estimación del FMI de crecimiento para 2014 fue de 0,8%), y ello explica los problemas de empleo, sociales y políticos que vivió el país helénico (de paso, obsérvese que el empeoramiento del indicador de deuda tiene dos componentes: el déficit acumulado del período y la caída del PIB).

\*Extractado de la primera relatoría (ver Anexo).

---

Japón, por su parte, también ha mostrado una reacción lenta, a pesar de la política monetaria expansiva inducida por su primer ministro Abe. El frenazo de 2014, en particular, resultó significativo y las estimaciones y proyecciones para 2015 y 2016 son de moderada expansión, en el entorno de 1,5%-1,7%, equivalentes al crecimiento medio anual de la década del 90. Un crecimiento de los ingresos del trabajo puede alimentar el consumo, además de los efectos benéficos de la fuerte depreciación del yen frente al dólar.

Las economías en desarrollo vienen experimentando desde 2012 condiciones externas cada vez menos favorables. Y ello se vincula con el muy bajo crecimiento del comercio internacional y la caída de los precios de las materias primas a las que se hace referencia más adelante.

En este caso, la atención se centra en China, cuya desaceleración refleja la incidencia de diversos problemas, más allá de que sea parte de una dinámica natural. Es imposible sostener indefinidamente tasas de crecimiento de dos dígitos. Hay señales de una burbuja inmobiliaria, alimentada por una expansión del crédito del 25% anual, que resulta elevada *vis à vis* otras variables nominales. Esto se suma a la preocupación respecto de la solidez del sistema financiero y, en un orden de mediano plazo, al problema del envejecimiento poblacional. El derrumbe de la Bolsa de China a fines de junio/principios de julio no es sólo reflejo de la histeria de los inversores minoristas, sino una señal de que las dificultades económicas existen, y no son menores. La decisión del Banco del Pueblo de China de modificar su régimen cambiario, adoptada en agosto, para darles mayor cabida a las fuerzas del mercado en la determinación de la paridad oficial, es otro mojón relevante. Si bien la depreciación del yuan resultante ha sido acotada –y las autoridades enfatizan que no es su propósito alentar una devaluación–, debe quedar clara la voluntad de romper con la tendencia previa de una sostenida apreciación de la mano del vínculo con el dólar de los EEUU.

Las proyecciones privadas de crecimiento de su PIB para 2015 y 2016 son de 6,0% y 6,2% y han sido recortadas a la baja luego de la caída de la Bolsa. El episodio tuvo lugar cuando había señales de estabilización en los precios de las viviendas en algunas ciudades.

El frenazo chino afecta a los países proveedores. Hay que recordar que China es destino de un tercio de las exportaciones de Australia, de una cuarta parte de las de Corea del Sur, de alrededor de la quinta parte de las de Brasil y Japón y entre 8% y 10% de las de EEUU, Alemania y Argentina. Es obvio el impacto que la desaceleración de China tendrá sobre las cuatro economías mencionadas en primer término. Y ello podría potenciarse si el yuan incurre en un proceso de depreciación pronunciado.

## 1.2 La evolución de los desbalances

Año a año, el déficit fiscal consolidado de las economías avanzadas se reduce. El FMI proyecta un desequilibrio de 3,3% para el año 2015 (en términos del PIB). O sea, la mitad que el promedio del período 2008-2012 (6,5%). Así y todo, excede ampliamente el nivel previo a la crisis. En cambio, dentro de las economías emergentes el déficit fiscal crece año a año y llegaría a 3,7% del PIB en 2015 (2,4% en 2014).

TABLA II  
DÉFICIT FISCAL Y DEUDA PÚBLICA (en % del PIB)

						DEUDA	
	2006-2007	2008-2012	2013	2014	2015	2007	2015
EEUU	-2,8	-10,1	-5,8	-5,3	-4,2	64,0	105,1
UE	-1,0	-4,5	-2,9	-2,7	-2,3	65,0	93,5
Alemania	-0,7	-1,6	0,1	0,6	0,3	63,5	69,5
Francia	-2,4	-5,4	-4,1	-4,2	-3,9	64,2	97,0
Italia	-2,5	-3,7	-2,9	-3,0	-2,8	99,7	133,8
España	2,1	-8,9	-6,8	-5,8	-4,3	35,5	99,4
Gran Bretaña	-3,0	-8,2	-5,7	-5,7	-4,8	43,6	91,1
China	-0,5	-0,5	-1,1	-1,1	-1,9	34,8	43,5
Brasil	-3,8	-2,5	-3,1	-6,2	-5,3	63,8	66,2
Economías emergentes	1,2	-1,3	-1,5	-2,4	-3,7	37,1	43,9
Economías desarrolladas	-1,4	-6,5	-4,2	-3,9	-3,3	72,0	105,4

FUENTE: Elaboración propia con datos del FMI.

La Tabla II describe la situación fiscal en las economías avanzadas. Tanto los valores de déficit fiscal efectivamente observados en 2014 como las proyecciones para 2015 del Fondo Monetario Internacional son sustancialmente más bajos que los del período 2008-2012 en el período 2006/2007.

La mejora es evidente en EEUU (donde la estimación del FMI por razones metodológicas es más alta que la de otras fuentes por la forma de cómputo del resultado del sistema de seguridad social) y en la UE, región en la que Alemania recuperó en 2013 el equilibrio fiscal. Obsérvese que en España la proyección de déficit de 2015 es menos de la mitad del observado entre 2008 y 2012.

En síntesis, las políticas fiscales expansivas fueron útiles para evitar una ruptura más dramática del tejido económico, aunque en algunas áreas como la UE inicialmente hayan existido dudas de sus beneficios que llevaron a que se demorara su adopción (el debate estímulos versus austeridad). Queda pendiente, sin embargo, la cuestión de cómo se operará el retiro de los fondos inyectados, en qué momento, bajo qué condiciones, etc.

**Claramente, la reducción de los déficits en los últimos años en las economías avanzadas sugiere un proceso de gradual normalización que tiene como efecto una corrección fiscal que resulta compensada por la estrategia de relajación monetaria.**

De todas maneras, la política fiscal expansiva y los elevados déficits fiscales han dejado un saldo de también muy elevados niveles de deuda en el mundo desarrollado: la deuda conjunta de este grupo de países habrá crecido 33,4 puntos del PIB entre 2007 y 2015, 41 puntos en EEUU, 47 puntos en Reino Unido, 33 puntos en Francia e Italia, etc.

Es cierto que en el mundo se ha observado un crecimiento formidable del ahorro privado –como se explicará más adelante–, contrapartida y fuente de financiamiento del aumento de la deuda pública. Sin embargo, el aumento en el nivel de endeudamiento de los gobiernos de los países desarrollados obliga a considerar al menos tres notas de cautela.

La primera es con relación al costo financiero de dicha deuda y a su impacto sobre el déficit futuro. Obviamente, niveles más elevados de deuda suponen una mayor amenaza, en particular en la eventualidad de un aumento de la tasa de interés. Por el momento, este riesgo está neutralizado por la estrategia de relajación monetaria y por las extremadamente bajas tasas de interés. De todas maneras, en el largo plazo representan un riesgo.

La segunda nota de cautela es que, en la medida en que los ratios de deuda pública permanezcan elevados y el crecimiento de la economía no alcance a licuarlos, el uso de una política fiscal expansiva se verá limitado en el futuro. En otros términos, no es lo mismo realizar una estrategia de déficit fiscal para sostener una política fiscal expansiva con un ratio de deuda de 64% del PIB como mostraban EEUU y la UE en 2007, que partiendo del 100%.

La tercera nota de cautela se refiere a la relación de las paridades de las monedas: debe tenerse en cuenta que ha existido una expansión enorme de la base monetaria en EEUU cuya absorción es un tema no menor. Este hecho, junto con una tasa de interés cercana a cero, es un fenómeno con pocos precedentes, que dificulta determinar el tipo de cambio de equilibrio entre

las principales monedas del mundo. En la medida en que la normalización conduzca a una apreciación del dólar, ello puede terminar gravitando sobre la situación fiscal por su impacto en el nivel de actividad y empleo.

Estas notas cautelares sobre la situación fiscal del mundo desarrollado deberían ser tenidas en cuenta por el G20 y refuerzan la necesidad de que los países avanzados administren con prudencia sus cuentas públicas en las fases expansivas de sus futuros ciclos económicos, y procuren enfatizar la consistencia y sustentabilidad fiscal para evitar saltos abruptos de la tasa de interés. Esta preocupación puede parecer hoy de menor cuantía, pero dados los rezagos de las respuestas del sistema económico a las medidas fiscales y monetarias, no deberían ser ignoradas en orden a reforzar la sustentabilidad macroeconómica en el largo plazo.

La dinámica fiscal y el rebalanceo de la economía mundial han derivado en una mejora sustancial en la cuenta corriente de las economías avanzadas, que, como se observa en la Tabla III, ha mejorado año a año y el cambio entre 2007 y 2015 equivale a 1,5 puntos del PIB.

TABLA III  
RESULTADO DE CUENTA CORRIENTE (en % del PIB)

	2007	2008-2012	2013	2014	2015
EEUU	-5,0	-3,2	-2,4	-2,4	-2,3
UE	0,0	-0,1	2,2	2,3	3,3
Alemania	6,9	6,1	6,7	7,5	8,4
Francia	-1,0	-1,0	-1,4	-1,1	-0,1
Italia	-1,4	-2,3	1,0	1,8	2,6
España	-9,6	-4,1	1,4	0,1	0,3
Gran Bretaña	-2,7	-2,9	-4,5	-5,5	-4,8
China	10,1	4,5	1,9	2,0	3,2
Brasil	0,1	-2,0	-3,4	-3,9	-3,7
Economías emergentes	3,8	1,8	0,7	0,7	0,1
Economías avanzadas	-0,9	-0,3	0,3	0,4	0,6

FUENTE: Elaboración propia con datos del FMI.

En EEUU el déficit de cuenta corriente se ha estabilizado hace varios años entre 2% y 3% del PIB, lejos del 5,0% de 2007. En ese sentido, el dólar, mientras estuvo subvaluado (en términos reales), le permitió combinar un moderado crecimiento económico con estabilidad en el resultado externo, y el desafío será el impacto de la revaluación del dólar iniciada a fines de 2013.

Con una visión de más largo plazo, EEUU muestra una elevada tasa de ahorro privado acumulando alrededor de 7 billones de dólares, 41% del PIB. La relevancia de este dato radica en que modifica a la suba los valores de equilibrio del precio de los activos. La tasa de interés real

fue históricamente 2,5% y la tasa de inflación, 3%, lo que implicaría una tasa de interés nominal de 5,5% (en valores anuales); con las condiciones ahora predominantes, los nuevos valores de equilibrio serían 1,5% para la tasa de interés real, 2% para la tasa de inflación y, por ende, 3,5% para la tasa de interés nominal. Los valores de mediados de 2015 son inferiores a estos guarismos, pero comienzan a converger hacia ellos. El ratio precio/ganancias de equilibrio también debería subir, hasta el punto en el que los estadounidenses perciban bonos, acciones y también propiedades muy caros y recomiencen a invertir afuera (lo que ya ha comenzado a observarse, según las estadísticas de flujos de recursos a los fondos comunes de inversión).

En conclusión, EEUU, beneficiado por la baja del precio del petróleo, seguirá creciendo y traccionando al mundo desarrollado, más allá de la pausa del primer trimestre de 2015.

En la UE, el fenómeno inverso, la depreciación del euro, potenció el superávit externo de Alemania. La corrección externa es notable en España, Italia y otros países mediterráneos. En la actualidad, el superávit externo de la UE ronda el 3%, lo que significa que la región está gastando menos que su ingreso, con la particularidad de que Alemania, con un superávit de 7% del PIB y con equilibrio en sus cuentas públicas, financia al resto del mundo. Está claro que parte de la solución del problema europeo es que Alemania gaste más y reduzca ese superávit externo, pero ello requeriría un rol importante de su sector privado.

### 1.3 El deterioro de las economías en desarrollo: la evaporación de los superávits gemelos

Las economías en desarrollo exhiben un marcado deterioro en sus cuentas fiscales y, en menor medida, en su cuenta corriente en los últimos años.

La Tabla IV muestra la evolución de ambas cuentas para un conjunto de economías en desarrollo representativas de diversas regiones del mundo.

TABLA IV  
ECONOMÍAS EN DESARROLLO: MAYOR VULNERABILIDAD  
FISCAL Y EXTERNA (en % del PIB)

	RESULTADO FISCAL			RESULTADO CUENTA CORRIENTE			DEUDA PÚBLICA	
	2007	2014	2015	2007	2014	2015	2007	2015
Total	1,1	-2,4	-3,7				37,4	43,9
China	0,1	-1,4	-2,1	10,1	2,0	3,2	34,8	43,5
India	-4,4	-7,1	-7,2	-1,3	-1,4	-1,3	74,0	64,4
Malasia	-2,7	-3,7	-3,5	15,4	4,6	2,1	41,2	56,7

Indonesia	-1,0	-2,2	-2,3	1,4	-3,0	-3,0	35,1	25,9
México	-1,2	-4,6	-4,1	-1,4	-2,1	-2,2	37,5	51,4
Brasil	-2,8	-6,2	-5,3	0,1	-3,4	-3,9	65,2	66,2
Chile	7,9	-1,4	-2,1	4,1	-1,2	-1,2	3,9	16,3
Colombia	-0,8	-1,4	-3,2	-2,9	-3,4	-5,0	32,3	40,6
Perú	3,3	-0,1	-1,7	1,5	-4,1	-4,6	31,9	21,5
Argentina	0,3	-2,7	-4,1	2,0	-0,9	-1,7	53,2	49,5

FUENTE: FMI, *Fiscal Monitor*, abril 2015.

En promedio, el deterioro fiscal es de casi 5 puntos del PIB, al pasarse de un superávit de 1,1 a un déficit de 3,7 puntos del mismo. Por su tamaño relativo e importancia estratégica y geopolítica, se destacan los aumentos de los déficits de China, India, México y Brasil.

A su vez, el resultado de cuenta corriente muestra, por un lado, la reducción del superávit de China y de Malasia en Asia y el aumento de déficit y/o la reversión de superávits en déficits en los países de Latinoamérica.

Las economías emergentes enfrentan una etapa del ciclo económico en la cual diferentes fuerzas transformaron en poco tiempo el viento de cola en viento de frente.

El efecto adverso más notable es la caída de los precios de las materias primas. A pesar de que estos dejaron de caer en la primera mitad de 2015, y que en muchos productos los niveles son superiores en dólares corrientes a los observados en el primer quinquenio de este siglo (incluso hasta 2006), no cabe duda de que la caída significó un cambio de nivel en la capacidad de compra externa de los países emergentes más orientados a la producción de materias primas. A título de ejemplo, para Argentina, el precio de la tonelada de soja de 360 dólares como promedio anual para 2015 representa una caída de 33% respecto del precio medio anual de 2012 y los precios de sus exportaciones totales registran una baja de 15%. La pérdida en términos de valor exportado es del orden de aproximadamente 8,0 miles de millones de dólares, equivalentes a casi 2 puntos de su PIB.

El período de precios bajos de las materias primas, relativamente deprimidos *vis à vis* los últimos años, es consistente con la alta correlación que existe entre el valor real del dólar y los precios de las materias primas (lo que implica que a una revaluación de 1% en el dólar sigue una baja cercana a 1% en el precio de los commodities). Así como durante la fase de devaluación real del dólar hubo una burbuja en el mercado de materias primas, en la actual fase de revaluación se está ante una caída. Además, están a la vista las consecuencias en términos de producción e inventarios. En el caso de cereales y oleaginosas se han alcanzado producciones récord en los últimos 3 años, con cosechas que superan ampliamente el consumo, lo que deriva en una acumulación de stocks que equivale al 25% de la producción anual y que demandaría por lo menos dos años volver a llevarlos a niveles normales.

En síntesis, no hay condiciones de mercado para que se recuperen los precios de materias primas, ni por tipo de cambio ni por stock. Por lo tanto, mientras este fenómeno presione la oferta y no se registren novedades climáticas significativas, la recuperación de los precios se demorará.

El segundo efecto adverso ha sido la revaluación del dólar: en junio de 2015 el dólar había vuelto a los niveles de 2006, como fue señalado anteriormente, si se considera el agregado más amplio (ver Tabla V); claro que mientras el tipo de cambio real frente a sus más importantes socios comerciales se encuentra un 13% revaluado respecto de esa fecha, el tipo de cambio frente a los restantes socios comerciales está todavía un 11% depreciado.

Con relación a diciembre de 2012, la revaluación del dólar es de 12,7% en el caso del tipo de cambio real “amplio”, 22,7% en relación con los “principales socios comerciales” (fuertemente influido por el comportamiento del euro) y solo 5,9% *vis à vis* “otros socios importantes”. La percepción es, por lo tanto, que la revaluación del dólar es un proceso que está para quedarse y que continúa en el caso del “resto” de los socios comerciales, que incluye un mix de economías desarrolladas medianas y economías emergentes.

Debe recordarse que en el caso del dólar estadounidense, tanto la fase de revaluación cuanto la de devaluación son prolongadas, de alrededor de ocho años entre valle y pico. Además, en este ciclo en particular todavía resta el impacto de la suba de la tasa de interés en EEUU.

TABLA V  
TIPO DE CAMBIO REAL EEUU  
(diciembre de cada año, salvo indicaciones)

	AMPLIO	PRINCIPALES SOCIOS	RESTO SOCIOS
2000	107,1	108,4	114,6
2001	110,9	114,1	116,2
2002	108,7	106,1	121,4
2003	99,3	90,7	120,1
2004	95,2	85,6	117,2
2005	98,5	93,0	114,8
2006	94,1	88,6	110,1
2007	88,0	82,1	103,9
2008	93,2	88,7	108,1
2009	87,6	82,0	103,0
2010	84,8	82,1	97,0
2011	85,1	82,9	97,5
2012	83,3	82,5	93,6
2013	85,0	86,6	93,5
2014	90,6	95,2	97,4
2015 junio	93,9	101,3	99,1

FUENTE: Reserva Federal de EEUU.

El tercer factor adverso para las economías emergentes es que el ritmo pausado de la economía mundial termina afectando el comercio, que entre 2011 y 2015 y medido en volumen físico crecería al 3,3% anual acumulativo, en línea con el aumento anual del PIB global (calculado según la PPA). Esto constituye un cambio frente al comportamiento histórico, dado que en el período 1980-2009 creció al 5% anual y el PIB mundial el 3,3%, lo que sugeriría una elasticidad comercio/PIB de 1,5 que en los últimos años se habría reducido hasta tocar 1.

TABLA VI  
CRECIMIENTO ECONÓMICO Y COMERCIO  
(tasa de variación)

	80-9	90-9	00-9	08	09	10	11	12	13	14	15	16
PIB Mundo (PPA)	3,4	3,0	3,6	3,0	0,0	5,4	4,2	3,4	3,4	3,4	3,3	3,8
Economías avanzadas	2,9	2,3	1,6	0,1	-3,4	3,1	1,7	1,2	1,4	1,8	2,1	2,4
Economías en desarrollo	4,3	5,3	6,0	5,8	3,1	7,4	6,2	5,2	5,0	4,6	4,2	4,7
PIB Mundo (TCM)		2,6	2,3	1,5	-2,0	4,1	3,0	2,4	2,5	2,7	2,6	3,2
Comercio bienes y servicios (volumen)	4,4	6,5	4,0	3,0	-10,6	12,6	6,8	2,8	3,5	3,3	3,2	4,1
Comercio, valor	7,0	6,5	7,5	14,5	-20,0	19,0	18,5	1,2	3,0	1,5	-7,6	5,0

FUENTE: Elaboración propia con datos del FMI.

La combinación de estas tres fuerzas condiciona entonces el desempeño de las economías emergentes y plantea serios dilemas de política económica y social. Una de las opciones sería compensar el cambio de la cuenta corriente con ingreso de capitales y toma de deuda.

En general los flujos de capitales hacia economías emergentes tuvieron un débil desempeño en 2014 y la situación no ha cambiado radicalmente en 2015. En términos generales, hacia mediados de 2015 la tendencia favorecía los instrumentos de renta variable *vis à vis* los instrumentos de renta fija.

Los efectos deletéreos de la combinación de revaluación del dólar y caída de precios internacionales han sido mitigados por las economías emergentes con un mix de acciones, entre las que se destacaron dos: devaluar nominalmente su moneda y utilizar reservas para mantener de esa manera su capacidad de compra externa.

Obviamente, la devaluación de las monedas domésticas tiene efectos no deseados sobre los precios domésticos. En términos generales, la variación de los precios (medida por el Índice de Precios al Consumidor) en el conjunto de países emergentes fue de 4% (junio 2015 versus junio 2014); en Latinoamérica llegó a 6% y en Asia, a 0,1%. Las proyecciones para 2015 son 3,6%, 6,3% y 1,3%, respectivamente. El *pass through* de las devaluaciones en las monedas nacionales, incluyendo las latinoamericanas, ha sido, en general, moderado.

En relación con las reservas internacionales, la mayoría de los países emergentes tenía a mediados de junio entre 6 meses y un año de importaciones cubiertas; América Latina en particular, 8 meses. En el límite inferior, es decir, 6 meses, se ubican varias economías latinoamericanas, como Argentina, Chile y México. Excediendo el año se ubica Brasil y, fuera de Latinoamérica, China.

Si bien utilizar reservas para mitigar shocks externos desfavorables y compensar su efecto sobre la actividad económica es un recurso lícito, el hecho de que a nivel agregado haya espacio para disminuciones no debe ocultar que ello está asociado con los stocks de reservas de China y Brasil, que son determinantes del nivel agregado. Otros países no disponen de demasiado margen, en la medida en que estén cerca del límite inferior mencionado en el párrafo anterior y tengan compromisos de deuda significativos que atender en el corto plazo.

Los shocks desfavorables, cuando están originados en la demanda, como el provocado por la caída de precios de commodities, tienen simultáneamente efectos deflacionarios en el nivel general de precios y en la actividad económica. De allí que exista un margen para los países que optan por devaluar sus monedas sin que el *pass through* sea significativo. Ello no implica que terminen produciéndose dentro de cada país cambios de precios relativos, que dejan ganadores y perdedores que pueden terminar reflejándose en tensiones sociales.

A su vez, el margen de las economías en desarrollo para impulsar sus economías con una política fiscal expansiva tiene límites: si bien el nivel de endeudamiento de sus gobiernos no es elevado *vis à vis* las economías desarrolladas –en particular las que baña el Mar Mediterráneo–, el persistente crecimiento de su déficit fiscal en un contexto de desaceleración de la economía debe ser monitoreado, en particular en algunos países.

Para ilustrar el punto, de los 40 países en desarrollo cuya información releva el Fondo Monetario Internacional en el *Fiscal Monitor*, 17 han mostrado un déficit fiscal promedio superior al 3% (anual) de su PIB (entre ellos 6 latinoamericanos). Al mismo tiempo, el déficit promedio de esos 40 países fue 2,4% contra 4,9% de Latinoamérica y 2,1% de Asia. Además, siempre sobre ese grupo de países, 14 tienen niveles de deuda superior al 50% de su PIB. Por lo tanto, si las condiciones macroeconómicas no mejoran en los próximos 3 o 4 años y el déficit se reduce (lo que parece poco probable dado el contexto), el indicador de deuda subirá en 10 o 15 puntos del PIB; los márgenes se reducen y los colchones adelgazan.

Por cierto, una cuestión delicada para las economías en desarrollo –como para las desarrolladas– sería un eventual aumento de la tasa de interés internacional, no solo por su impacto sobre los flujos de capitales sino también sobre el costo del financiamiento de la deuda pública. Considerando países con un ratio deuda pública/PIB de 50%, un aumento de 100 puntos en el costo de financiamiento aumentaría su déficit en 0,5 puntos del PIB. Y la suba, por más que comience de manera moderada y que la baja tasa de inflación mundial la modere, terminará excediendo los 100 puntos básicos (sin mencionar el incremento adicional que supondría un ascenso en las primas de riesgo país). A la luz de que EEUU aún no ha comenzado el ciclo de alza

de tasas de interés, pero que este se presume inminente, este es otro factor de complicación en el futuro del mundo emergente.

En este contexto, la duración del ciclo de condiciones adversas para el mundo en desarrollo es crucial, justamente por la capacidad que tienen de acolchonar o mitigar los efectos. Aun suponiendo el escenario posible pero poco probable de que los precios de los commodities se hayan estabilizado ya en una suerte de piso y no sigan cayendo, aun si se verifica esa variante optimista, no se observarían perspectivas de recuperación, como se discute extensamente en la primera relatoría. El interrogante es cuánto se extenderá ese impasse, y allí intervienen factores de corto (catástrofes climáticas), mediano (cambios tecnológicos) y largo plazo (cambios de hábitos, cambios demográficos).

El G20 tiene una tarea a realizar como foro para debatir los problemas de la nueva instancia de las economías en desarrollo y actuar como una suerte de “práctico de navegación” para acompañarlas en este período, ayudándolas a evitar escollos y arrecifes. La agenda del G20 debería tener esta cuestión en cuenta, sobre todo considerando que, si la travesía se prolonga, las sociedades pueden alterarse y aparecer el *social unrest*, con lo cual de las dificultades económicas se pasaría a las turbulencias políticas. Allí, el ejemplo de Grecia debe ser aleccionador.

## 1.4 La coyuntura latinoamericana

Latinoamérica enfrenta este estadio adverso del ciclo económico internacional con fortalezas y debilidades, y con una situación heterogénea según el país del que se trate.

En la Tabla VII se presenta un conjunto de 15 indicadores que pretenden ser una fotografía de la situación de la región, para el promedio del conjunto de países y para siete de ellos de forma particular, incluyendo tres de mayor tamaño relativo.

TABLA VII  
LATINOAMÉRICA, LOS DESAFÍOS DE LA REGIÓN

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Venezuela	América Latina
1-PIB (crecimiento medio 2012-14)	1,4	1,5	3,9	4,4	2,5	4,7	1,0	2,5
2-Inflación (crecimiento medio 2012-14)	000	6,0	3,1	2,7	4,0	3,2	76,0	6,5
3-Resultado Fiscal/PIB, 2014	-5,5	-6,2	-1,4	-1,4	-4,6	-0,1	-14,8	-4,9

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Venezuela	América Latina
4-Cta. Cte./PBI, 2014	-0,9	-3,4	-1,2	-3,4	-2,1	-4,1	4,3	-2,8
5-Deuda Pública/ PIB, 2014	48,6	65,2	13,9	38,0	50,1	20,7	45,6	52,2
6-Gasto Público/ PIB, 2014	40,0	40,2	24,3	29,6	28,1	22,5	43,6	34,9
7-Nivel de Reservas (US\$ mmm 2014)	28,1	375,8	39,8	47,4	197,0	63,6	20,5	849,8
8-Índice de calidad institucional 2015 (ubicación entre 193 países)	137	96	22	82	88	63	184	-
9-Tasa de Inversión (% PIB, 2014)	17,2	18,0	21,5	25,9	21,1	25,5	12,5	19,3
10-Términos de intercambio (2010=100; año 2014)	99,6	96,5	92,1	103,9	102,5	96,3	109,0	100,5
11-Deuda Externa (US\$mmm 2014)	148,0	338,0	137,0	93,0	279,0	63,5	24,3	1.230,2
12-Prima riesgo (dic. 2014, EMBI+)	703	233	146	172	166	168	1.430	422
13-Tipo de cambio real efectivo (2005=100, año 2014)	-	79,2	99,0	77,6	105,8	88,5	--	83,2
14-Desempleo Urbano (2014)	7,4	4,8	6,4	9,9	6,0	6,0	7,2	6,0
15-Índice de Desarrollo Humano (ubicación entre 187 países 2013)	49	79	41	98	71	82	67	-

FUENTES: 1, 2, 4: FMI, *Panorama de la Economía Mundial*, abril 2015, y J.P. Morgan. 3, 5, 6: FMI, *Monytor Fiscal*. Abril 2015. 7, 9, 10, 11, 12, 13, 14: CEPAL *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe*. 15: PNUD, *Informe de Desarrollo Humano 2014*.

La región ha frenado su crecimiento económico, ratificando una vez más la correlación que existe entre la evolución de sus términos de intercambio y el nivel de actividad económica (y también de la tasa de inversión, como es sabido, la variable más sensible al ciclo económico de las que integran la demanda agregada). En conjunto, en el trienio 2012-14 creció solo al 2,5% anual, casi al mismo ritmo que EEUU y por debajo del crecimiento de la economía mundial; más aun, creció a la mitad de lo que lo hizo Asia Emergente. En el año 2014, el crecimiento fue de solo 1,3% y para 2015 se proyecta un magro 0,5%.

Dentro de este cuadro, las economías más grandes fueron las de peor desempeño relativo: Brasil y Argentina crecieron en ese trienio apenas en el entorno de 1,5% –lo que implica que el PIB per cápita en el mejor de los casos se mantuvo– y México apenas al 2,5% anual. En cambio, los países del Pacífico lograron mantener crecimientos más elevados.

La tendencia al frenazo se ha profundizado con el correr de los años; de hecho, la región creció solo 1,3% en 2014 y lo haría 0,5% en 2015; Brasil creció apenas 0,1% y caería 1,2% en los años citados, mientras Argentina (datos oficiales) creció 0,5% y lo haría 1,4% en 2014 y 2015 respectivamente.

Desde un punto de vista coyuntural, es probable que la caída de los precios de los commodities, al comprimir la capacidad de compra externa, esté asociada con el menor crecimiento latinoamericano. Tanto para la región como para los países de mayor tamaño relativo, los términos de intercambio de 2014 fueron, como promedio anual, similares a los de 2010, perdiendo la mejora obtenida todavía en los años 2011 y 2012. Es cierto que, así y todo, los precios de 2010 eran razonablemente buenos en clave histórica, pero también que los resultados de los precios a mediados de 2015 muestran ulteriores bajas respecto de los valores promedio de 2014, y que la situación se estabilizó en 2015 a niveles inferiores a los del promedio de 2014.

El deterioro de los términos de intercambio, además de abatir la tasa de crecimiento del PIB, ha transformado el saldo de las cuentas corrientes latinoamericanas en deficitario: 2,8% fue el resultado de 2014 con guarismos más elevados en Brasil (3,4%), Perú y Colombia, cada uno en función de las características de sus estructuras productivas. Argentina, alejada del acceso al financiamiento y con una madeja de controles diversos, muestra un déficit menor, no tanto por virtud cuanto por falta de opciones.

Es cierto que, con 850 miles de millones de dólares de reservas en sus bancos centrales (dos terceras partes de las cuales en Brasil y México), la región parecería tener más margen de acción y más defensas que en otras instancias adversas del pasado. En varios países, la cobertura de importaciones y servicios reales con reservas excede el año (en Brasil y Perú llega a 14 meses), pero en otros es claramente inferior (8 meses en Colombia, 6 meses en Chile y México, 4,5 meses en Argentina). En promedio, para la región la cobertura es de 8 meses. La región también exhibe un punto fuerte en tanto su deuda externa es menor, en términos relativos, a las de otros episodios: en general ronda entre 1 año y 1,5 años de exportaciones de bienes y servicios reales.

El nivel de endeudamiento externo de la región es de 1.230,2 miles de millones de dólares, equivalente a 1 año de exportaciones de bienes y servicios reales. Obviamente, Brasil encabeza la lista de países endeudados, seguido por México y Argentina. Si se toma el ratio respecto exportaciones, la deuda de Brasil representa 1,25 años; la de México, 0,7 años; la de Argentina, 1,72 años; la de Chile, 1,55; la de Perú, 1,50; y la de Colombia, 1,43.

Si bien el flanco externo de Latinoamérica parece relativamente sólido, sobre todo con un endeudamiento externo relativamente bajo, en el frente fiscal la situación es más compleja: el déficit fiscal conjunto en 2014 fue de casi 5% y la deuda pública excedió el 50%.

El déficit fiscal ha venido creciendo año a año y es muy considerable en los tres países de mayor tamaño relativo: ronda el 6% en Argentina y Brasil y el 5% en México. En el caso de Argentina, en 2015 las estimaciones privadas lo ubican ya por encima del 7% y en el caso de Brasil la corrección macroeconómica en curso será determinante del nivel al que finalmente llegue. Ambos países ostentan, además, elevados ratios gasto público/PIB, bien por encima del promedio regional.

Y la deuda pública excede el 60% en Brasil y ronda el 50% en Argentina y México, lo que pone algún límite a estrategias expansivas lideradas por la política fiscal, sobre todo dados los elevados déficits que presentan en la actualidad, según lo ya indicado.

Se señaló en el punto anterior que las economías en desarrollo enfrentaban las condiciones adversas con algunas limitantes para responder con políticas fiscales muy expansivas, sobre todo considerando la vulnerabilidad a un aumento en la tasa de interés internacional (100 puntos básicos de aumento en la tasa elevarían el déficit medio regional en 0,5 puntos del PIB, considerando el ratio deuda pública/PIB de 52%). Al mismo tiempo, para Argentina y Brasil, el gasto público ya es significativamente elevado en 2014 como para expandirlo aún más.

Por ello muchas economías optaron por depreciar sus monedas como vía de sostener la actividad económica y mitigar los problemas externos. El objetivo de esta estrategia es cambiar los precios relativos a favor de los bienes transables *vis à vis* los no transables para recuperar competitividad, proteger reservas y pasar el factor de tracción de la actividad económica del gasto interno a la exportación.

**TABLA VIII**  
**CORRECCIONES CAMBIARIAS EN LATINOAMÉRICA (en %)**  
**1/01/2014 a 14/08/2015**

	AJUSTE NOMINAL	AJUSTE REAL
Argentina	41,9	-12,7
Brasil	49,0	28,3
Chile	31,3	18,6
Colombia	47,2	39,8
México	27,5	18,3
Perú	16,0	10,4

NOTA: El signo (-) indica revaluación de la moneda doméstica. En todos los casos se refiere a la paridad entre la moneda de cada país y el dólar estadounidense salvo el tipo de cambio real en Argentina, donde se refiere al tipo de cambio multilateral. En el caso de Argentina, estimaciones privadas sugieren una revaluación real del peso frente al dólar estadounidense de 12% en el período mencionado.

FUENTE: Elaboración propia con datos de los bancos centrales.

El índice de tipo de cambio real que elabora CEPAL mostraba en 2014 una apreciación de 17% respecto de 2005, considerando ambos años como promedio anual, en parte como reflejo de efectos inerciales. Pero esa situación comenzó a corregirse, en rigor durante el mismo 2014, y se profundizó fuertemente en 2015. En ese sentido y poniendo la lupa en lo ocurrido durante los años 2014 y en los primeros cinco meses de 2015, se puede observar la magnitud de la corrección cambiaria en las economías latinoamericanas mencionadas (ver Tabla VIII).

Las devaluaciones nominales han sido de distinta magnitud. En Argentina y Brasil la corrección nominal fue significativa y, en menor medida, también en Colombia. En el otro extremo se ubica Perú.

El dato sugestivo es que el *pass through* a precios domésticos de la devaluación ha sido por ahora moderado, seguramente por el efecto doméstico de la caída de los precios de los commodities. Por ello, en la Tabla VII, más arriba, pudieron observarse las bajas tasas de inflación latinoamericanas; la excepción de Argentina, donde, si bien la estimación de la variación del IPC del INDEC para 2014 respecto de 2013, diciembre-diciembre, fue de 20% (y de 5,5% para los cinco primeros meses de 2015), el muy utilizado Índice de Precios al Consumidor elaborado por la oficina de Estadísticas del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires arrojó una variación entre diciembre 2013 y diciembre 2014 de 38% (aunque la variación observada en los primeros cinco meses de 2015 por el mismo índice de 10,0% equivalente anualizado de 25,5%). De allí que fuentes privadas argumenten que la moneda argentina ha sufrido una apreciación real significativa frente a la moneda estadounidense y también frente a las monedas de otros países de la región.

El bajo *pass through* ha mitigado los efectos sociales adversos de la devaluación de las monedas latinoamericanas, pero su efecto expansivo vía competitividad ha sido limitado. De ello dan testimonio las bajas tasas de crecimiento de las economías de la región.

Si bien existieron avances durante la fase expansiva del ciclo de precios de materias primas, la tasa de desocupación media de Latinoamérica, 6,0%, es un tema no menor. Además, el porcentaje de habitantes debajo de la línea de pobreza es importante en muchos países de la región: 21% en Brasil, 33% en Colombia, 52% en México, 26% en Perú (las cifras corresponden al período 2003-2012 elaboradas por PNUD y se miden respecto del umbral en cada país). En Argentina, estimaciones privadas (UCA-Observatorio de la Deuda Social) lo ubican en torno al 25%.

La política económica en Latinoamérica transita el ciclo económico en el corto plazo como un desfiladero complejo. Con instrumentos limitados, debe contener gradualmente el desequilibrio fiscal, admitir un sendero de crecimiento acotado por la restricción externa y, al mismo tiempo, evitar un aumento de la tasa de desocupación. Y al mismo tiempo, mantener los equilibrios sociales y políticos básicos de sociedades que se ilusionaron con la perdurabilidad de tiempos mejores (aquellos que financiaron los precios de los commodities mientras estuvieron cercanos a los niveles récord) y hoy podrían sentirse entre frustradas, decepcionadas y engañadas. La lección de Europa mediterránea no debe ser desoída.

Un tema no menor es que la tasa de inversión está inversamente correlacionada con la participación del gasto primario en la economía: relaciones más altas gasto público/PIB conviven con relaciones más bajas inversión/PIB. En un extremo se ubican Perú, México y Chile (con tasas de inversión superiores al 23% y relaciones gasto público/PIB menores al 27%; en el otro extremo, Venezuela, Brasil y Argentina, con tasas de inversión menores a 20% y gasto público/PIB superior al 37%.

La conclusión es obvia: más allá de las cuestiones de la coyuntura, las posibilidades de crecimiento de estas economías están muy limitadas. El ciclo económico adverso dificultará (en clave política) la corrección del exceso de gasto público, que de todas maneras parece impostergable.

Esta condición de largo plazo se combina con otra exhaustivamente considerada en la primera relatoría: los desafíos que plantea el enlentecimiento del crecimiento demográfico para varios países latinoamericanos, incluyendo Brasil y Argentina.

## 1.5 Los desafíos de la región

Una situación internacional compleja pondrá a prueba la capacidad de la región de sortear las dificultades sin incurrir en errores de política económica. Tres errores posibles serían: cerrar las economías nacionales a los flujos internacionales de bienes y capitales, incurrir en un falso distribucionismo de corto vuelo, y hacer política contracíclica fiscal sin los suficientes recursos. La lógica que debería aceptarse es que, en el futuro inmediato, el ciclo económico predomine sobre el ciclo político de la mano de las restricciones externas. Los errores citados vendrían de la mano de un intento del ciclo político por desentenderse de la nueva realidad económica internacional.

El punto clave es que una reacción equivocada frente a la coyuntura podría comprometer la capacidad de acumulación de las economías, arriesgando las condiciones de crecimiento de largo plazo. Es cierto que en esta etapa del ciclo económico parece difícil que las sociedades latinoamericanas ahorren más para poder invertir más. Pero una actitud disciplinada frente al mundo puede ayudar creando condiciones para la inversión directa extranjera.

La clave es la inversión. Con una tasa de inversión del 19,3% del PIB promedio, el crecimiento futuro América Latina está seriamente comprometido. En ese sentido, el aumento de la tasa de inversión en Latinoamérica implica varias condiciones en lo político institucional y en lo económico.

En el primero de los órdenes mencionados, el *Informe de Calidad Institucional de la Fundación Libertad y Progreso* (ver Tabla VII) es esclarecedor: entre los 193 países relevados, los paí-

ses de la región aparecen muy rezagados. Con excepción de Chile, ubicado en el lugar 22, y de Costa Rica ubicada en la posición 38, ninguno aparece en los primeros 40 lugares y los de mayor tamaño relativo están ubicados 88 (México), 96 (Brasil) y 137 (Argentina), en el lote de países intermedios o debajo de éste.

La mejora de la calidad institucional requiere vocación y convicción tanto por parte de los gobiernos cuanto de las sociedades que ellos representan, y supone una tarea de largo aliento, aun en la hipótesis de que la primera condición se verifique (la vocación de los gobiernos), dada la alta desconfianza que concitan las instituciones en las sociedades. Existe aquí un amplio campo para la colaboración de los países desarrollados.

El extraordinario peso del gasto público en los países de la región puede explicar desde lo económico la baja tasa de inversión. En efecto, el gasto público representa 35% de PIB latinoamericano, *vis à vis* una tasa de inversión que no llega al 20%; en Asia el gasto público representa 28% del PIB.

El peso del gasto plantea, como es obvio, dos problemas: su financiamiento y la calidad o eficiencia de la gestión, cada uno de ellos con alguna derivación:

- i. El financiamiento con aumento de deuda pública propende al *crowding out* privado en el mercado financiero (si es vía colocación de deuda interna) o compromete la sustentabilidad externa si es con colocaciones internacionales (deuda a devolver en moneda extranjera para quien genera ingresos en moneda doméstica).
- ii. El financiamiento con aumento de los impuestos trae aparejada la cuestión de la carga tributaria, que en América Latina es más alta que en Asia, por caso. Además plantea los problemas del perfil de los impuestos y los incentivos, el aliento a la informalidad (que deriva de una presión tributaria excesivamente elevada), la pérdida de competitividad, etc.
- iii. La emisión monetaria como vía de financiación provoca consecuencias de represión financiera en el mejor de los casos y directamente sobre la tasa de inflación en el peor.
- iv. Por último, el desafío que implica una gestión eficiente del gasto.

Las economías latinoamericanas no miden bien en esta comparación. El resultado fiscal promedio, deficitario en 4,9% del PIB, duplica el promedio del mundo emergente, cercano a 2,4%. Los niveles de deuda pública, superiores al 52%, también exceden el promedio del mundo emergente (42%) y, de hecho, el de Brasil es particularmente alto. La capacidad de gestión del gasto también aparece limitada.

Por otro lado, si se observa la posición de los países latinoamericanos en el ranking del Índice de Desarrollo Humano, están, en general, en una posición intermedia o debajo de esta, como fue mencionado.

La debilidad de la calidad institucional, una de cuyas manifestaciones es la debilidad en muchos países de la estructura de los partidos políticos, propende al gobierno por liderazgos personales, aun en regímenes democráticos, sin mediación de los partidos políticos –cuestionada su legitimidad–, todo lo cual termina alejando el estilo de la administración de la economía en general y del Estado en particular, de las reglas y aproximándolo exageradamente a la discrecionalidad. A menudo, la separación de poderes se vuelve difusa. Ese contexto no favorece el ahorro y tampoco la inversión.

Al mismo tiempo, el gobernante sin reglas tiende a maximizar en cada momento su beneficio, y ello provoca inconsistencias en el mediano plazo que operan en la misma dirección.

Paradójicamente, este rumbo termina limitando el crecimiento, con lo que la sociedad pierde el mejor lubricante para permitir movilidad social sin demasiados conflictos. Por definición, políticas redistributivas en un contexto de estancamiento llevan a que, para que alguien progrese, otro retroceda, en una suerte de juego de suma cero.

La tentación de buscar soluciones fáciles –atajos– es un riesgo para este tipo de administraciones. Pero en tiempos de restricciones, las soluciones fáciles comienzan a escasear.

Dentro de la región, las cuestiones más complejas se plantean en Venezuela, Brasil y Argentina.

En Venezuela, por la magnitud de los desequilibrios acumulados, la escasez de reservas y la alta dependencia de un solo commodity como fuente de ingreso de divisas y recursos fiscales. En este país se potencian, además, los problemas de calidad institucional y de bajo índice de desarrollo humano.

Brasil tiene desequilibrios ostensiblemente menores que Venezuela, pero la magnitud de la economía dentro de la región y del mundo amplifica cualquier problema que enfrente o traspié que sufra. Como surge de la Tabla VII, los números fiscales y externos brasileños son preocupantes para las consideraciones de sustentabilidad de corto plazo y la tasa de inversión es muy baja para las de perspectivas de largo plazo.

Finalmente, Argentina tiene una economía “intermedia”, con desequilibrios no tan significativos como los de Venezuela pero bastante mayores que los de Brasil.

A esto agrega Argentina una elección presidencial inminente a la fecha de publicación de este informe. Buena noticia en términos del acto democrático que implica pero a la vez, factor de incertidumbre y volatilidad por la eventualidad de cambios en reglas de juego en la economía y/o de medidas y acciones dirigidas a corregir los desequilibrios existentes y adecuar la economía a una etapa complicada del ciclo económico internacional.

En ese sentido, la nueva administración tendrá que encarar una agenda que deberá atender a la corrección de los desvíos más importantes en el corto plazo: reordenar precios relativos,

corregir el desequilibrio fiscal, avanzar en la inserción internacional financiera (negociación con acreedores) y comercial, eliminación de distintas trabas administrativas que encorsetan la economía (por caso, adecuarse a un fallo de la OMC en materia de restricciones administrativas a las importaciones) y bloquean el mercado. Y, al mismo tiempo y mirando el largo plazo, elevar la tasa de inversión para superar muchos cuellos de botella, comenzando por la infraestructura económica, tema al que se dedica una sección más adelante.

Un transcurso exitoso de la agenda de los tres países requiere un esfuerzo de racionalidad económica proporcional a la magnitud de los desequilibrios que muestran. De lo contrario, el período de lento crecimiento o estancamiento se prolongará, los índices de pobreza y marginación aumentarán, la informalidad laboral y la dependencia de un Estado cada vez con menos recursos para atender una demanda creciente aumentará. Ello puede generar un estadio de frustración en la sociedad y poner a prueba la cohesión social y la seguridad. En este contexto, sería utópico pensar que estas economías logren reinsertarse en el orden internacional y alcanzar una integración inteligente con el mundo.

Es allí, nuevamente, donde los foros internacionales en general y el G20 en particular pueden ayudar a desarrollar una agenda positiva y mantener estas economías –y otras que en diversas regiones atraviesan traumas similares– conectadas con sus pares y con el mundo desarrollado. Ayudar a transitar un camino complejo pero no imposible de corrección de desequilibrios y normalización económica.

## 2. EL DESEMPEÑO DEL G20

### 2.1 ¿Cuál es el rol que cumple el G20 en la actualidad?

Si se dejan a un lado la cumbre anual de los líderes presidenciales y las reuniones ministeriales periódicas, yendo más allá de las formalidades de rigor, ¿puede afirmarse que el G20 desempeña un papel todavía relevante? ¿O se trata de un sello institucional –herencia de otros tiempos– que mantiene una rutina de figuración pública pero que, en la práctica, ha caído en desuso?

¿Cómo explicar su evidente subutilización, o su lisa y llana ausencia, en la discusión de asuntos de enorme trascendencia?

La importancia de la gobernanza global es indiscutible. El déficit funcional del orden internacional vigente –que es costoso y preocupante– no hace sino enfatizarlo. En esa realidad, en la que se destacan espacios vacíos e imperfecciones múltiples, existe un rol específico que el G20 puede y debe cumplir. Es cierto que podría exigírsele una participación más destacada, pero sería injusto olvidar las dificultades que supone para su accionar –basado en el consenso– la persistencia de una agenda de problemas complejos muy heterogénea, a veces divergente o decididamente antagónica.

En la medida en que estos problemas afloran con un nivel de intensidad mediano o bajo se favorece su administración *ad hoc*. O bien en el plano nacional (sin prestar atención a sus efectos externos) o en ámbitos supranacionales acotados (que pueden ser bilaterales, regionales, o multilaterales especializados). No necesariamente ello implica una falla del G20, o que no se traten allí a nivel de monitoreo y consulta.

Es bueno saber, por último, que traspasado cierto umbral de gravedad –como ocurrió con la tormenta financiera de 2007 y 2008–, el G20 es un espacio constituido capaz de dar respuesta eficaz a situaciones críticas. No se trata de una mera suposición teórica, su músculo ya ha sido probado. Esa capacidad resolutoria, una vez forjados los consensos necesarios, puede amalgamar *expertise* técnico, recursos financieros y –como elemento distintivo– el respaldo de la más alta voluntad política.

## 2.2 Una evaluación del papel del G20

El protagonismo del G20 ha tomado un bajo perfil que no parece próximo a ser abandonado a pesar de que la escena internacional –la economía, el comercio y las finanzas y, sobre todo, la geopolítica– no escatima conflictos y fricciones de gran repercusión.

Al momento de escribir estas líneas, por caso, el destino de Grecia se resuelve en un vértigo de cumbres y negociaciones en las que el G20 no tiene arte ni parte. Y el acuerdo forjado de urgencia el 13 de julio –que conducirá a un tercer programa de rescate– ofrece múltiples aristas para la revisión crítica y su mejoramiento.

Importa notar que no sólo Europa tiene intereses en la cuestión griega. No es un asunto de exclusiva incumbencia regional. Un mal manejo de la materia puede derivar –como ya se observó en el pasado– en una conmoción financiera internacional.

Sobre el particular el FMI produjo dos sucesivos análisis de sustentabilidad de la deuda pública griega que están en abierta colisión con la evaluación que realizó Bruselas y, por ende, también con el tratamiento elegido de aumentar los montos de asistencia mientras se preserva intacto el valor nominal del capital que Grecia les adeuda a sus socios. El FMI –que junto con la Unión Europea y el Banco Central Europeo conforma la *troika* de instituciones que supervisa el salvataje a Grecia– trata de ejercer influencia para torcer el rumbo del programa acordado. Lo hace por la vía de la difusión de sus informes, o de las declaraciones críticas de su directora gerente, Christine Lagarde. Pero no ha tenido éxito en su empeño.

El gobierno de EEUU también ha manifestado su preocupación, y lo ha hecho con insistencia, a tal punto que el ministro alemán de finanzas, Wolfgang Schäuble, ofreció socarronamente hacerse cargo de las dificultades de Puerto Rico si EEUU hacía lo mismo con Grecia. Tomando la sugerencia de Schäuble como referencia, el G20 podría proporcionar una plataforma razonable para la discusión de tales problemas con el aporte de una visión panorámica de los puntos sensibles afectados (que, como se dijo, no se limitan a los interesados directos).

La problemática que coloca a Grecia y Puerto Rico en la palestra tiene que ver con la acumulación excesiva de deuda pública, y la eventual necesidad de llevar a cabo una restructuración que la aliviane y torne sostenible en el tiempo. Es decir, se trata de un tópico natural de la agenda del G20: ¿cómo proceder a una restructuración ordenada de las deudas soberanas cuando las condiciones adversas demandan una cirugía? La cuestión forma parte del menú temático del G20. Hay que entender, eso sí, que se trata de una asignatura pendiente. El problema está identificado, se han propuesto diversos esquemas para su resolución, pero no hay consenso ni acuerdo que permita consagrar un estándar internacional que brinde una respuesta satisfactoria.

Volviendo al tema central, y usando el ejemplo de Grecia, ¿por qué no se demanda la voz del G20 para darle respuesta? ¿Es porque Europa prefiere lavar sus trapos sucios en

casa? ¿O es un problema de oferta? Si se lo hiciera, ¿qué tendría el G20 para recomendar? ¿Es, acaso, una falla por partida doble? Si Grecia provocase una oleada de seria inestabilidad en el plano internacional, ¿estaría el G20 pertrechado para promover políticas a la altura de las circunstancias?

El bajo perfil actual del G20 sucede a su alta exposición en la prueba de fuego que supuso la crisis de 2007 y 2008. Allí se mostró como una herramienta muy valiosa. Y se demostró el acierto de haberle conferido el papel de foro principal para avanzar en los temas de la agenda económica global. Sin embargo, ese accionar exitoso disminuyó con la contención de la crisis, y la superación de sus efectos más molestos, y se ha desdibujado aún más, de modo paulatino, con el paso de los años.

¿Dejó el G20 de ser relevante? ¿Se abrigaron expectativas demasiado altas sobre su funcionalidad? La economía mundial salió de la zozobra de la crisis, pero no regresó nunca a un umbral satisfactorio; mucho menos, a un desempeño óptimo. La agenda internacional está abrumada por una notable viscosidad. Y, a decir verdad, con todos sus defectos, el G20 resulta un instrumento útil y necesario, y con un diseño apropiado por su composición geográfica diversificada, aunque no se lo emplee con la eficacia deseada salvo en los casos extremos.

## 2.3 Economía global, gobernanza local

Ahora bien, es imposible emitir una opinión justa sobre los interrogantes planteados líneas arriba sin antes considerar las limitaciones de gobernanza del orden internacional vigente. La economía es un sistema integrado a nivel global; y, sin embargo, su gobernanza es local y llamativamente fragmentada.

No es, por cierto, la situación ideal. Y aunque ello se admite, y se reconocen los inconvenientes que acarrea, no existe tampoco un consenso extendido sobre cómo debería diseñarse una arquitectura acorde.

La globalización domina la economía y las finanzas internacionales, y se esparce, y muda sus formas y contenidos, a una velocidad asombrosa. No hay rincones en el mundo –con contadísimas excepciones como puede ser Corea del Norte– que escapen a su fortísima injerencia. Las corporaciones multinacionales han desarrollado cadenas globales de valor con múltiples eslabones geográficos que movilizan ingentes recursos en un flujo incesante. La producción, el comercio, la logística y la inversión –y la generación de empleos locales– se mueven al compás de esas cadenas en una danza de prodigiosa sincronización.

Sin embargo, el andamiaje institucional y político que soporta la globalización está basado en la concepción westfaliana de la primacía de los Estados nacionales (y el principio de no in-

terferencia en los asuntos internos de cada país). Lo que cuatro siglos atrás fue un avance prodigioso, hoy luce como un anacronismo evidente, y que entraña serios peligros.

Todo el edificio de la globalización –que cobra altura al sacar tajada de las oportunidades transnacionales– reposa sobre la soberanía plena (o levemente condicionada) de los Estados nacionales. En condiciones de normalidad, el *statu quo* puede parecer satisfactorio, pero está claro que se asienta en una falla tectónica susceptible de producir gravísimo daño cuando las placas de soberanía se desplazan y chocan entre sí.

Es allí donde hay que mirar. El G20 no es el desiderátum, pero es una institución que –a la manera de una argamasa flexible– permite salvar grietas y falencias en esa tensión latente que habilita un fenómeno de globalización que preserva –en sus bases de cimentación– la dualidad entre lo nacional y lo global.

Vale recordar que el G20 sustituyó en su rol al viejo G7 (ampliado a G8 en su momento con la integración de Rusia en carácter de invitado). El G7 –que en 2014 volvió al núcleo compacto original acompañando las sanciones a la Rusia de Vladimir Putin por su intervención en Ucrania (y la anexión de Crimea)– no presenta ventajas con respecto al G20. Su *track record* no atesora evidencias de una ejecutividad superior, como podría pensarse por su composición más homogénea y el bajo número de sus miembros. En cambio, el G20 dobla al G7 en representatividad, y ello se traduce en una configuración más relevante, de mayor densidad política, demográfica y económica por amplísimo margen.

La participación de China en el G20, por sí sola, hace la diferencia. Y la inclusión de las economías emergentes es un aporte igualmente significativo en la misma dirección. No es posible ignorar hoy esta camada de países pujantes si se quiere sentar en una misma mesa a todos los jugadores de peso en el teatro cambiante de la globalización.

La dinámica de los tiempos que corren –en los que las economías emergentes lideran el proceso de crecimiento de manera sostenida a modo de acelerado *catch up*– presagia que la brecha de peso específico entre el G20 y el G7 se ensanchará aún más en el futuro mediato.

El G20 tomó sobre sus espaldas atribuciones que antes tenía el G7, pero no por ello lo ha anulado, sino todo lo contrario. Liberado de responsabilidades que el G20 puede administrar mejor, el G7 opera en su esfera restringida con una mayor agilidad. Un botón de muestra: la decisión de suspender la participación de Rusia, por caso, la adoptó el G7 a sabiendas de que Rusia permanecería en el G20. O sea, sin cortar por ello todos los puentes con Rusia, ni entre Rusia y la comunidad internacional. La segregó de su área de influencia, pero no la condenó a un aislamiento absoluto.

Cuando se examina la arquitectura de facto que rige las relaciones internacionales es sencillo advertir que el G20 no tiene sustituto satisfactorio a la vista. No hay otro foro que pueda

proveer el liderazgo alcanzable en su seno. Que en los hechos sea arduo establecer consensos es una realidad. Pero ello deriva de las restricciones y diferencias propias de la interacción política entre Estados soberanos. Los intereses nacionales divergen con suma frecuencia, y las visiones y posiciones críticas –aun dentro de un mismo país– también. Se podrán suavizar las discrepancias –y negociar sus consecuencias adversas–, y para ello el G20 es un ámbito de diálogo y contacto ideal; pero es utópico pensar que se logrará suprimirlas.

En ese marco, el G20 es un motor de liderazgo que no tiene rival. La dinámica de la globalización –y el fenómeno de traslación de poderío económico en dirección al Asia Pacífico– son fenómenos de nuestro tiempo que el G20 –por su integración diversificada– puede acomodar. Quizás se pueda objetar que su legitimidad, y los resultados de su accionar, disten de ser los mejores, pero habría que considerar que el G20 debería ser un componente –importante pero no el único– de un sistema de gobernanza más amplio que lo contenga.

## 2.4 El sistema internacional en funciones

Con imperfecciones ostensibles, ambigüedades y zonas indefinidas, el sistema internacional vigente –que es una construcción *ad hoc* que no obedece a un diseño integral previo, sino a un proceso empírico de prueba y error que produce cambios y adiciones sobre la marcha– opera con características que pueden ser muy cambiantes. De la fluidez a la discontinuidad (y, eventualmente, el caos) puede mediar apenas un shock de distancia.

Que el sistema no esté definido por completo –que las reglas no sean exhaustivas y que haya vacíos notorios de gobernanza– no significa que no exista un orden establecido.

No es difícil identificar las piezas que lo integran. Naciones Unidas –el G192– es la fuente indiscutida de legitimidad. Allí –en la Asamblea General–, todos los países pueden hacer escuchar su voz. Es en la comparación directa con Naciones Unidas que se advierte el déficit de representatividad del G20. Sin embargo, el G192 es una Babel que carece del músculo ejecutivo necesario. En contraposición, el G20 –con su formato abreviado– puede proveer liderazgo efectivo, puede fijar políticas en tiempo y forma, y asegurar su concreción posterior.

Las instituciones surgidas del Acuerdo de Bretton Woods (FMI, Banco Mundial, OMC) son una fuente de conocimiento técnico especializado y están capacitadas para gestionar asuntos complejos y producir resultados tangibles. Su *expertise* alimenta el liderazgo del G20 nutriendo la toma de decisiones y la definición de políticas. Y, en una fase ulterior del proceso, pueden encargarse del monitoreo, el seguimiento y la evaluación de las consecuencias de las políticas adoptadas. Y, por último, en modo de realimentación, de ser necesarias, pueden instrumentar las correcciones o rectificaciones que sean apropiadas.

Tal el esqueleto básico del orden internacional vigente. Este sistema acopla otras piezas de menor envergadura –como las que proveen gobernanza en áreas delimitadas por acuerdos regionales– que, a su escala, son de suma utilidad. Es que la legitimidad de las decisiones se vincula con las nociones de proximidad y cercanía. No todo lo internacional requiere resolverse en el plano global.

La vertebración de los tres grandes componentes –Naciones Unidas, el G20 y las instituciones multilaterales– debería permitir alcanzar los estándares –de legitimidad, coherencia y eficiencia– exigibles a un orden internacional más satisfactorio. Si la estructura ósea está bosquejada, lo que deja mucho que desear es la limitada funcionalidad. La insuficiencia motriz deriva –a primera vista– de una triple falta de recursos, adecuadas articulaciones y ambición de objetivos, pero –en última instancia– refleja la preservación de múltiples voluntades que no renuncian a sus propias personalidades ni están dispuestas a fundirse en una única voluntad supranacional.

Volviendo al G20, es importante reconocer que un cambio de sus reglas operativas –que reemplace el requisito de unanimidad o consenso por la obtención de apoyos mayoritarios– podría agilizar sobremanera la toma de decisiones. Pero su implementación requeriría un consenso inaugural que brilla por su ausencia. Después de todo, así como Naciones Unidas tiene su Asamblea General, también tiene un Consejo de Seguridad que le concede poder de veto individual a un puñado de países seleccionados.

Es interesante anotar que alrededor del G20 se han desarrollado otros foros conexos –como ser el Think 20 o el Business 20– que despliegan una interacción pública-privada indispensable en una globalización que se inspira en una organización económica de mercado. Estos foros están llamados a desplegar una creciente participación como fuentes de ampliación de la agenda que impulsa el G20.

# 3. EL LARGO (Y SINUOSO) CAMINO HACIA LA NORMALIZACIÓN

## 3.1 Las políticas de estímulo extraordinario llegaron para quedarse por más tiempo que lo pensado

La Gran Recesión se desató en EEUU en diciembre de 2007, se profundizó con el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008 y concluyó en junio de 2009. El ciclo expansivo que comenzó entonces mantiene su curso hasta el presente. A fines de 2009, el mundo –y sus principales economías– ya habían logrado zafar de la vorágine recesiva, y retomado el crecimiento. Que la expansión global persiste sin interrupciones no está en tela de juicio aunque hayan sucedido recesiones regionales localizadas, como las que generó en la eurozona la crisis de la deuda en 2011-2012, o las que afectan hoy a dos de los países BRICS, Brasil y Rusia.

Sin embargo, la recuperación post Gran Recesión, que inicialmente fue homogénea y potente, no pudo sostener el vigor necesario que alejara definitivamente los riesgos de una recaída. Tales peligros fueron reales: no hubo *double dip* en los EEUU, aunque sí en la zona del euro. Medió entonces la gran pujanza de las economías emergentes para mantener el mundo en terreno positivo (pujanza que hoy se ha desteñido de manera significativa, y presenta ribetes de fragilidad en ascenso).

Las políticas de estímulo de carácter extraordinario fueron la artillería utilizada por las economías avanzadas para salir del ojo del huracán cuando la crisis parecía ingobernable en 2008-2009. Se las aplicó a una escala nunca antes vista. Y, cuando hizo falta, no se trepidó en diseñar estrategias innovadoras alejadas del vademécum convencional. Sus resultados favorables se probaron con rapidez: como se dijo, la economía mundial recuperó la vertical antes de que terminara 2009. Al año siguiente, lo que parecía lógico como paso próximo inmediato era el progresivo desmantelamiento de ese arsenal de medidas de excepción. Tal era la intención que abrigaban sus impulsores, pero no pudo ser así. Lo que se pensó como una solución temporaria –un puente de campaña de despliegue rápido– echó raíces permanentes.

Los altibajos de la recuperación económica y sus muchos aspectos vulnerables (en especial la pesadez de los mercados laborales), la inestabilidad financiera (asociada a imprevistos como la crisis griega y el contagio de la deuda soberana de la eurozona), tensiones derivadas de las pujas políticas internas (tal el caso de la discusión sobre el “techo” de la deuda pública en EEUU en agosto de 2011), todos ellos, abogaron, en principio, por el mantenimiento de las estrategias de estímulo. Y más temprano que tarde, a contramano de lo previsto, forzarían su generosa ampliación.

### 3.2 La expansión cuantitativa: debut y permanencia

En EEUU, la primera oleada de compras masivas de bonos de largo plazo por parte de la FED (la denominada expansión cuantitativa) fue la respuesta del banco central a la crisis tras el agotamiento de la política tradicional de reducción de las tasas de interés. Con la tasa de *fed funds* en la zona nominal cero (en rigor, en un rango entre el 0% y el 0,25%), la FED que conducía Ben Bernanke se dispuso a ejercer mayor influencia por la vía alternativa novedosa de presionar las tasas largas a la baja (con la compra anunciada de grandes cantidades de bonos públicos e hipotecarios).

En febrero de 2010, en su visita acostumbrada al Congreso (en lo que otrora se denominaban sesiones Humphrey Hawkins), Bernanke dedicó el grueso de su exposición a explicarles a los legisladores cómo la política monetaria se aprestaba a regresar a la normalidad. La historia lo contradujo poco tiempo después. No hubo marcha atrás, sino la necesidad de un muy fuerte aumento de las compras de bonos.

En el cuarto trimestre de 2010, la FED de Bernanke lanzó la segunda versión del programa de expansión cuantitativa –el QE2– y dos años más tarde fue el turno de la tercera –el QE3–. La hoja de balance de la FED, que antes del colapso de Lehman Brothers no llegaba al billón de dólares, terminaría superando los 4,5 billones a la finalización del QE3.

Hay que entender que la política fiscal –clave en los momentos de mayor incertidumbre, en especial porque el plan TARP liberó fondos que resultaron vitales para una veloz recapitalización de la banca de los EEUU– fue un viento que sopló favorable por muy poco tiempo. La política fiscal mutó de comportarse como una fuerza muy expansiva a ser contractiva ya en 2011. La disputa encarnizada entre la administración Obama y la oposición republicana produjo un virtual cerrojo en la toma de decisiones cuando los demócratas perdieron el control del Congreso. Apagado el motor de la política fiscal por el celo republicano (a instancias, sobre todo, del influyente Tea Party), la responsabilidad de asegurar la buena marcha de la economía de los EEUU, poniéndola a resguardo de las vicisitudes, quedó como sayo exclusivo de la FED y la política monetaria.

Recién en 2014 la FED pudo comenzar a ponerle punto final al programa ampliado de expansión cuantitativa. Y lo hizo después de una muy intensa etapa previa de comunicación (*forward guidance*). Para desmontar el QE3, la FED apeló a una estrategia gradual en la que fue recortando, reunión tras reunión, el monto mensual de las adquisiciones de bonos. En el ínterin, el comando del banco central cambió de timonel: se retiró Bernanke y asumió su número dos, Janet Yellen. Pero la política esbozada de antemano no se alteró un ápice.

El próximo paso –clausurada la fase no convencional– está delineado ya. Tocaré por fin la suba de tasas de interés de corto plazo. En otras palabras, cinco años más tarde que lo previsto, la FED estima que corresponde iniciar de manera inequívoca el sendero de la política monetaria hacia la postergada normalización, aunque su ejecución estará sujeta a una cuidadosa vigilancia del estado de salud de la economía de los EEUU y de los mercados financieros.

### 3.3 La divergencia de las políticas monetarias

La marcha de la economía mundial no es uniforme, el pulso de la actividad difiere entre países de manera llamativa. Subsisten desequilibrios y riesgos de herencia, pero también hay nuevos traspies (como la creciente debilidad de las economías emergentes, acentuada por el deterioro de los precios de los productos primarios). Todo ello está lejos de sugerir la conveniencia de aplicar una terapia unificada.

Así, mientras la FED prepara el terreno para una suba de tasas, los bancos centrales del resto del mundo están abocados a la tarea inversa de imprimir más relajación. Y lo están de una manera muy activa. Ya sea a través de los recortes de tasas de interés o por la vía no convencional de extender los programas de expansión cuantitativa.

Los tiempos –y no sólo la agenda– son diferentes para los diversos jugadores. La FED no lleva prisa, y puede elegir el momento y las condiciones adecuadas para romper el fuego. Quienes necesitan lubricación monetaria y crediticia no tienen tiempo que perder, la precisan ya.

Sólo en el primer trimestre de 2015 se adoptaron medidas expansivas concretas en un conjunto vasto de países (situados en todos los continentes) que representan más del 50% del PIB mundial. A fines de julio se contabilizaban ya 55 intervenciones a lo largo del año en curso. Sus ejecutores (algunos de ellos en más de una oportunidad): el BCE y los bancos centrales de Suiza, Dinamarca, Noruega, Suecia, Rusia, Rumanía, Polonia, Hungría, Serbia, Albania, Islandia, Israel, Egipto, Turquía, Jordania, Azerbaiyán, China, Japón, Singapur, India, Pakistán, Tailandia, Indonesia, Sri Lanka, Corea del Sur, Australia, Nueva Zelanda, Canadá y Perú.

La divergencia de las políticas monetarias deriva de la marcada ausencia de sincronización del ciclo económico internacional. Mientras Estados Unidos y Gran Bretaña confían en la solidez de su recuperación –y evalúan retirar las muletas de las políticas excepcionales–, la eurozona, los países del norte europeo, Japón, China y un abanico amplio de economías emergentes afrontan todavía dinámicas complejas que requieren un mayor apuntalamiento. Son avatares diversos que comparten un mismo horizonte común: no es sensato prever que revertirán en el corto plazo.

### 3.4 El último de los mohicanos se sumó a la corriente heterodoxa: el BCE se atrevió a la expansión cuantitativa (aunque no la llame por su nombre)

El liderazgo de Mario Draghi –que debió primero limar una fuerte oposición en el interior del BCE– llevó al banco central hacia aguas que nunca antes había querido navegar. El BCE fue el último de los bancos centrales del G7 en abrazar a fondo la expansión cuantitativa; esto es la compra masiva de bonos. A principios de 2015 el BCE amplió el espectro de sus adquisiciones

para incorporar –amén de instrumentos privados como bonos cubiertos y fideicomisos (ABS)– también bonos soberanos.

Antes de dar ese paso, el Banco Central ya había hundido las tasas de interés nominales de corto plazo por debajo de cero. Así, el BCE les cobra a los bancos bajo su órbita una tasa de 0,20% anual por los depósitos que mantienen en la institución en exceso sobre los encajes legales. Procura, pues, que los bancos presten esos recursos y no los conserven ociosos.

¿Estamos ante un sacrilegio? Ningún banco central criticó con voz más alta la expansión cuantitativa que el BCE en los tiempos de Jean Claude Trichet. Pero la realidad obligó a revisar posiciones. Y con tardanza el BCE recorre un itinerario no muy diferente que el que alguna vez fustigó.

La estrategia monetaria ultra-expansiva la delineó Draghi en la Conferencia de Banqueros Centrales de Jackson Hole en agosto de 2014. Vale tener presentes las condiciones en que operaba la eurozona cuando el romano urdió su movida. Presa de la fatiga económica y el estancamiento, jaqueada por una desinflación tenaz, con un conflicto geopolítico en Ucrania que podía complicar la provisión de energía proveniente de Rusia, la economía regional se mecía al borde del abismo. El BCE no quiso correr más riesgos. Si quemó las naves, fue para desterrar la amenaza del *triple dip*; para quitar de escena el fantasma de recaer en una tercera recesión desde 2008.

A partir de marzo de 2015, el BCE se comprometió a comprar bonos por 60 mil millones de euros al mes. Y los financiará con una paralela expansión de base monetaria. Persistirá en esa faena, por lo menos, hasta septiembre de 2016. La promesa va más allá del discurrir del calendario: el BCE no cejará en su tarea hasta ver satisfecho su objetivo de inflación. El mandato exclusivo de la institución es que la inflación se ubique en un nivel inferior –pero cercano– al 2%. Y, mes tras mes, fracasa en su propósito.

El BCE hará “lo que deba hacer” para levantar “la inflación y las expectativas de inflación lo más rápido que sea posible”, dijo Draghi cuando presentó la iniciativa. Y afirmó que el BCE se mantendrá atento y dispuesto a intensificar o ampliar los canales de intervención –ajustando el tamaño, la velocidad o la composición de las compras de activos– hasta tornar efectiva su política.

Vale tener presente que el accionar del BCE giró en redondo. Entre 2012 y 2014, el banco recorrió un sendero de “contracción cuantitativa” –de reducción nominal de su hoja de balance (por la recuperación de la asistencia provista a la banca a través de los países LTROs)– absolutamente a contramano de sus pares del G7.

Basta analizar otras experiencias –como las Abenomics de Japón– para comprender la conveniencia de coordinar la política fiscal con la monetaria. Una expansión fiscal podría ser mucho más potente que la mera expansión cuantitativa. Y un accionar conjunto resultaría ideal.

Pero para la eurozona son propuestas tabú. Dada la existencia de esa restricción, vigente la imposibilidad de pensar en un estímulo fiscal de magnitud, la estrategia elegida por el BCE es una herramienta más valiosa todavía.

No obstante ello, el BCE debería avanzar más a fondo en un terreno que sí es de su incumbencia exclusiva: el pobre desempeño del sistema financiero de la región, reflejado en la magra evolución del crédito bancario. En un contexto de creciente regulación (y aumento de exigencias de patrimonio y liquidez), Europa paga un alto precio por la escasez de capital de su banca.

Con todo, el balance de la situación europea, a diferencia de antaño, es promisorio. Entre el incremento de la liquidez (no sólo por el aumento de base monetaria sino principalmente por el derrumbe de las tasas de largo plazo y las primas de riesgo país en la periferia a pesar de Grecia), la depreciación del euro (un fenómeno conexo), y el potente shock petrolero favorable, la economía de la eurozona tiene tres avenidas concurrentes para fortalecer su andar y tomar distancia de los peligros de un resbalón. De hecho, el riesgo de una recaída en recesión ha salido del radar de los analistas.

### **3.5 Las otras experiencias expansivas**

En una tónica similar, adaptada a las características propias de cada economía y perfil de política monetaria, otros bancos centrales, como los de Japón y China, se han movido con idéntica determinación.

El Banco de Japón amplió su programa de expansión cuantitativa y cualitativa más allá de la propuesta original de las Abenomics (de duplicar el tamaño de la base monetaria entre 2012 y 2014). Sin embargo, a pesar de los éxitos iniciales en términos de crecimiento real y reversión de expectativas, el plan no ha logrado su objetivo básico de alcanzar una inflación minorista sostenida del 2%, si bien clausuró al menos la tendencia deflacionaria persistente.

La implementación, en una segunda fase, de un ajuste fiscal, la llamada segunda flecha de las Abenomics, resultó accidentada, y supuso un temporario traspie de la actividad económica que fue subsanado hacia fines de 2014. Pero tras dos trimestres positivos, el PIB volvió a hundirse –el 1,6% anualizado– entre abril y junio de 2015. Tanto el consumo privado como la inversión se retrajeron. Es notorio el descenso de la confianza del consumidor y una fuerte acumulación de inventarios no deseados, así como un escenario internacional de mayor adversidad (liderado por la desaceleración de la demanda de China), y es posible que el Gobierno insista con un nuevo paquete económico de estímulo.

Las políticas de demanda agregada pueden estirarse más si existe voluntad política, pero es la tercera flecha de las Abenomics –el protagonismo de las reformas estructurales que impulsen

el crecimiento de largo plazo– la que falla y no acierta en el blanco. Y eso es una cuestión del lado de la oferta mucho más ardua de rectificar.

El Banco del Pueblo de China –que prefiere una estrategia de movimientos *ad hoc* (en los que cada uno de ellos constituye una sorpresa) y no revelar por adelantado el derrotero de sus intenciones– participa, en los hechos, de la misma dinámica. Ha ensayado sucesivos recortes de tasas de interés y coeficientes de encaje de los depósitos como instrumentos de política. Y, en agosto, ha ido más lejos aún, con una modificación del régimen cambiario que permitió una veloz depreciación del yuan renminbí, inicialmente módica, en torno al 3% a mitad de mes, pero que podría profundizarse.

Mientras las autoridades chinas afirman que el crecimiento se mantiene en línea con la meta oficial de una expansión del 7%, toda la evidencia alimenta la presunción de una desaceleración muy pronunciada que todavía no toca fondo. En ese marco, cabe esperar que China persista en la adopción de sucesivas medidas de estímulo hasta estabilizar la marcha de su actividad en un andarivel satisfactorio.

### 3.6 ¿Vuelve el superdólar?

#### La divergencia de políticas monetarias y el fenómeno del dólar en alza

¿Renace el dólar en el mundo? ¿Vuelve a ceñirse el aura de moneda fuerte, una corona (que nunca buscó) que no ostentaba desde el cambio de siglo? Su valuación, ¿irá *in crescendo* a medida que la FED retorne a la política monetaria convencional de una suba de tasas?

El mercado de monedas refleja con suma nitidez los cambios esperados en el tenor de las políticas monetarias de los países centrales. Y se ha movido al compás de las posiciones divergentes, alentando un alza importante del dólar de los EEUU (y de la libra esterlina) frente a las principales divisas internacionales.

La decisión del Banco del Pueblo de China de darles mayor participación a las fuerzas del mercado en la determinación de la paridad oficial del yuan no es más que una manera elegante –aplaudida por el FMI– de cortar el vínculo *pari passu* que ligaba a su moneda con el dólar en una dirección igualmente ascendente. Queda habilitada así la depreciación del yuan como eventual ruta de escape si las complicaciones futuras del camino así lo requiriesen. Si los mercados restauran un superdólar, Beijing no tiene ningún interés en fomentar en paralelo un superyuan.

Se puede alegar que no asistimos a una muestra de fortaleza genuina del dólar, que sube más por defecto (de otras monedas) que por mérito propio. Y los niveles por momentos extremos de sentimiento, primas de volatilidad y posicionamiento, todos ellos, sugieren la tendencia a la exageración, a una sobrecompra especulativa en el cortísimo plazo.

Quizás la velocidad de ajuste –por ejemplo, la muy violenta caída del euro frente al dólar que lo llevó de 1,40 a mediados de 2014 a rozar el 1,04 dólar por euro– pueda criticarse por exceso de vértigo, pero la dirección del movimiento calza como un guante con los fundamentos de un mapa económico mundial que es un mosaico heterogéneo de fortalezas y debilidades. El mercado de cambio traduce, a su modo, las expectativas enfrentadas del accionar de la FED *vis à vis* el BCE (y otros bancos centrales), la dinámica que se descuenta de restricción versus relajación.

En la medida en que la FED permaneció en posición de estudio mientras sus pares se esforzaron en adicionar estímulo en el margen, más que un dólar fuerte lo que se observa es una amplia canasta de monedas débiles. Debilidad que bien podría formar parte de los propósitos tácticos de las estrategias de expansión cuantitativa. Sin embargo, en forma expresa, ningún banco central consentiría que persigue un objetivo cambiario deliberado.

En el ámbito del G20 se discutió con aspereza la pertinencia de la expansión cuantitativa dentro del set de iniciativas políticamente correctas. El asunto alcanzó altos decibeles en 2010, cuando el ministro brasileño Guido Mantega señaló que su país y otros emergentes se verían perjudicados por el lanzamiento del programa QE2. Mantega acuñó la expresión “guerra de monedas”, que no tardaría en popularizarse. También la agresiva política del QQE del Banco de Japón motivó quejas de los países asiáticos cuando Tokio se abocó a las Abenomics.

Finalmente se aceptó que si bien la expansión cuantitativa podía provocar consecuencias cambiarias –como efecto colateral no deseado–, su finalidad principal no era la de provocar devaluaciones competitivas o “empobrecer al vecino”, sino la de acentuar el estímulo a la demanda agregada del país, lo que a su vez genera un derrame favorable sobre la demanda agregada global.

Esto es fácil de entender si se piensa en una situación de intervención sincronizada. Si todos los bancos centrales se embarcasen en una estrategia expansiva conjunta –y ante la ausencia de sesgo no se produjeran alteraciones en los tipos de cambio–, la estrategia no sería inocua: el aumento en los activos de los bancos centrales sería un formidable tirón de demanda.

Al sumarse China al concierto de países que devalúan sus monedas, es inevitable que resurja el temor por la guerra de divisas. Y ello pese a la firme denegatoria de Beijing de que su decisión persiga tal finalidad. El gigante asiático es hoy el elefante en el bazar, y cualquier movimiento brusco suyo podría provocar un daño enorme y desatar una conflagración de devaluaciones competitivas y represalias diversas de la que tampoco China podría salir muy beneficiado.

En la medida en que la política económica china ha virado de una estrategia de crecimiento orientado hacia afuera –con fuerte énfasis en las exportaciones– hacia un modelo de crecimiento impulsado por el consumo y la demanda interna, el papel del tipo de cambio deja de ser central

para alcanzar el éxito. La búsqueda de flexibilidad cambiaria, y de cortar lazos con un dólar en franca apreciación, son objetivos compatibles con una convivencia internacional pacífica. Y que China consiga aterrizar su economía suavemente es un factor fundamental para una transición internacional que no agudice tensiones.

### 3.7 El dólar más firme anticipa el comienzo del endurecimiento monetario

Las tasas de interés pueden no haber subido, pero no hay duda de que el *tightening* ya comenzó. Un dólar más firme, accionado por las expectativas de los agentes económicos, equivale a un endurecimiento incipiente de las condiciones monetarias y financieras. No sólo en los EEUU. Como se sabe, el dólar es la principal fuente de liquidez global y, como tal, la repercusión de sus movimientos traspasa las fronteras.

La apreciación del dólar, a su modo, ha anticipado el *tightening* de la FED antes de que Janet Yellen mueva un dedo. Es un efecto mitigado, un precalentamiento, si se quiere. No obstante, al examinar sus consecuencias en detalle se reconoce una huella visible en mercados sensibles como los de materias primas o los mercados emergentes. Esa huella es la misma que hubiera dejado una suba de tasas de moderada dimensión.

La liquidez global puede no haber variado significativamente, pero la redistribución de los flujos de capitales en respuesta temprana al cambio de las expectativas caló profundamente en los precios de los commodities, y en las monedas y otros activos financieros de países emergentes.

La fragilidad manifiesta de los commodities –que se vincula al auge del dólar y también a otros fenómenos específicos como la desaceleración económica de China y un aumento en la oferta micro– introduce a su vez un nuevo motivo para redireccionar la política monetaria en los países cuya evolución económica es altamente dependiente de sus vicisitudes.

Afectados por la merma de las cotizaciones –y una menor demanda de sus productos de exportación–, los bancos centrales de Australia, Nueva Zelanda y Canadá tuvieron que modificar el sendero de sus políticas y optaron por virar hacia un derrotero de mayor acomodación.

Sin embargo, en países como Brasil, la inestabilidad cambiaria y el alza de la inflación obligaron a todo lo contrario. Hubo allí que endurecer las condiciones monetarias, aun cuando la economía local se encuentra inmersa en una recesión prolongada. En países emergentes –que, como Brasil, son el blanco de ataques especulativos– el shock es doble. Las autoridades están forzadas a tener que elegir qué variable estabilizar, y concederle prioridad, y cuáles otras postergar en su atención. Allí hay que quedarse con el mal menor auestas, y buscar los resultados deseados de un modo secuencial, construyendo primero una plataforma de estabilidad básica para, a partir de ahí, ir completando la recomposición del resto del rompecabezas.

Con alta inflación, salidas de capitales y un tipo de cambio rampante es imposible ensayar una política monetaria expansiva que sea eficaz para rescatar la economía del pozo. La decisión de Brasilia pasa por corregir los desequilibrios fiscales, monetarios y financieros primero, con la esperanza de poder rectificar luego el curso de la economía real.

La suba de tasas de interés ha sido particularmente agresiva. La tasa Selic de referencia se ubica ya en 14,25% anual. De momento, las autoridades monetarias lidian con una inflación en alza –que supera el 9% y excede con amplitud el objetivo central de inflación (4,5%) y su margen de tolerancia (2 puntos adicionales)– y, pese a sus esfuerzos denodados, no logran doblegarla.

El gobierno de Dilma Rousseff –reelegido a fines de 2014 para un segundo mandato– está embarcado en un programa de ajuste fiscal que debería facilitar la tarea de contención del banco central. “Es un gran esfuerzo fiscal. Para que la economía y el crecimiento se recuperen, es necesario hacer este esfuerzo de equilibrio fiscal. Sin estabilidad fiscal, sin control de la inflación, el crecimiento no se sustenta”, destacó el ministro de Planificación, Nelson Barbosa, cuando el plan ortodoxo del ministro Joaquim Levy salió a la luz.

Lamentablemente, por otro lado, la irrupción de una catarata de escándalos de corrupción que llega al más alto nivel político y empresario aporta una corriente de incertidumbre desestabilizadora que dificulta la labor de la política económica, y le exige una mayor dureza para limitar el contagio vía expectativas.

### **3.8 No todas son malas noticias, aunque las buenas tienen sus bemoles: el shock petrolero expansivo**

La gran sorpresa en el tablero de la política económica fue la irrupción –en la segunda mitad de 2014– de un shock petrolero de oferta, de naturaleza benévola y efectos claramente expansivos. Esto es: la aparición de un excedente de oferta flujo de crudo –perdurable y de gran dimensión– que se verifica sin que medie caída en la demanda sino a consecuencia del aumento sostenido de la producción.

Ese desequilibrio se tradujo primero en un aumento de los inventarios comerciales y una leve declinación de precios. En un mercado cartelizado, y en función de las prácticas de antaño, se pensó que la OPEP se ocuparía de corregir los excesos y de defender la estabilidad de los precios por la vía de un recorte en su propia producción. Pero la reunión del cartel en Viena en noviembre de 2014 concluyó sin arribar a un acuerdo entre los países miembros. Las negociaciones para incorporar a productores extra OPEP en un arreglo que repartiera de un modo más amplio la carga de una poda tampoco llegaron a buen puerto.

Cuando se hizo evidente que no habría intervención del cartel, y que el exceso de oferta debía licuarse por los mecanismos naturales de un mercado en competencia, las cotizaciones del

barril cayeron de manera vertical. Y el shock se hizo patente. La guerra de precios quedó oficializada, así, por simple omisión.

Un shock de oferta en alza –con demanda en aumento– es un fenómeno benigno (aunque con efectos redistributivos importantes y, por ende, con una incidencia que dista de ser uniforme, ya que es fuertemente negativa para los países exportadores netos). Es un fenómeno muy diferente a los shocks de oferta adversos, que son los que más se recuerdan y que reflejaron –en los años setenta y 80– una súbita reducción de la disponibilidad de energía. Para una economía mundial aquejada por el bajo crecimiento, un shock de oferta favorable equivale a un plan de estímulo extra, totalmente imprevisto, dado que la teoría del *peak oil* –de un pico cercano en la producción máxima de crudo en el mundo– estuvo en boga hasta muy poco tiempo atrás.

Corroborar que, muy lejos de agotarse, el petróleo abunda, es un giro copernicano. Y la abundancia no es una promesa sobre un futuro lejano, sino una realidad que golpea la puerta. El exceso de crudo, en rigor, tardó en ser advertido y ya se reflejaba en una acumulación manifiesta de los inventarios comerciales.

La importancia del petróleo en los procesos de producción, distribución y consumo no puede desconocerse. Que su precio de equilibrio se ubique muy por debajo de sus promedios históricos recientes facilita una reducción significativa de los costos de producción y transporte. Ese abaratamiento está disponible de inmediato a escala global (de no mediar políticas públicas de intervención compensatoria en los precios).

A priori, este shock benigno genera una situación *win win*, al generar un desplazamiento hacia afuera de la oferta agregada. Permite que la producción mundial potencial aumente (al acrecentar la disponibilidad de petróleo) y que lo haga a precios más bajos. El FMI estima que cada baja de diez dólares del barril (sostenida a lo largo de un año) contribuye a impulsar el andar de la economía mundial en el 0,2%.

Por supuesto, el shock tiene efectos redistributivos muy potentes. Aquí hay ganadores y perdedores. A diferencia de la expansión cuantitativa de la FED, que puede crear base monetaria de la nada y “fabricar” riqueza líquida sin quitársela a nadie (y, en rigor, previno una destrucción del valor de los activos), la expansión petrolera y el consecuente derrumbe de precios supone una drástica transferencia de ingresos. De los productores a los consumidores. De los países exportadores netos a los importadores netos. Es un bonus claro para las economías avanzadas (con excepciones como Canadá y Noruega). Y para las regiones en observación clínica (Europa, Japón y China). Su ingreso nacional disponible se incrementa como si se hubiera dispuesto una rebaja de impuestos (del tamaño de la reducción de la factura de importaciones de crudo) financiada enteramente por el exterior.

Las naciones que transfieren los recursos –las que se hacen cargo de la cuenta– son en su mayoría economías emergentes: los países de la OPEP, Rusia y México, entre otros. Por eso mis-

mo, el patrón de disminución en la brecha de crecimiento entre economías avanzadas y emergentes tenderá a acentuarse aún más.

EEUU se beneficia del nuevo *statu quo*, aunque mucho menos que en el pasado por el gran salto de su propia producción de crudo. China, por su parte, es un gran productor pero que tampoco cubre todas sus necesidades de consumo, y obtendrá un beneficio en el margen.

Regiones en una transición delicada como la eurozona y Japón son grandes importadores de petróleo, con nula o muy baja producción propia, y para ellos este shock equivale a un maná caído del cielo. La baja de los precios minoristas de la energía es “deflación buena”, de la que se agradece. Para un importador neto esa merma no recorta el ingreso disponible, sino que lo aumenta. Para una Europa que convive con un cuadro geopolítico muy delicado, este fenómeno se hace presente en el momento justo, con un Putin hostil atravesado en Ucrania que podría haber pensado en cerrarle la llave del gas invernal a medio continente.

En un mundo aquejado por el exceso de ahorros, un traspaso de ingresos al consumidor (desde un puñado concentrado de productores) es una receta, en el cortísimo plazo, de mayor gasto y demanda agregada (y, de paso, compatible con la descompresión inflacionaria).

Pero no hay rosa sin espinas. El derrumbe de precios no es inocuo. Alguien debe soportar los quebrantos. Dada su magnitud, los riesgos crediticios se multiplican en un amplio espectro. Desde países con frágiles finanzas –como Venezuela– que ven evaporarse su principal fuente de ingresos hasta las compañías petroleras no diversificadas de *shale* (que paradójicamente son los grandes protagonistas de la hazaña productiva) están en la estacada. Tener presente: el sector energía responde por una sexta parte del mercado de bonos basura en los EEUU. Sectores ligados a la provisión de servicios y suministros industriales para la industria petrolera se verán afectados. Y, eventualmente, los bancos y financistas con alta exposición en este renglón de negocios.

Y no hay que olvidar, por último, que la volatilidad geopolítica también se agitará frenética en ese cubilete.

### **3.9 ¿Es posible normalizar un mundo donde lo anormal parece haberse convertido en la regla y no perecer en el intento?**

El desafío que enfrenta la política económica es enorme. El tablero de este ajedrez es todo el mundo, cuando las políticas que mueven las piezas son estrictamente nacionales y responden a voluntades soberanas independientes. ¿Cómo evitar que un caballo desbocado provoque destrozos que no se adviertan en su magnitud salvo cuando sea demasiado tarde? Hay que pensar que, para los decisores económicos, son partidas simultáneas que se juegan en un único tablero. El resto es un desafío de coordinación. Y el G20 –y la comunicación profusa– desempeñan un rol esencial en esta materia.

¿Qué hubiera ocurrido si China esperaba hasta que la FED decidiera una suba de tasas para resolver, recién entonces, la devaluación del yuan renminbí? Anticiparse fue una manera de evitar una fusión de acontecimientos críticos que pudieran causar una azarosa reacción en cadena. Ocurre que en el concierto internacional no existe un semáforo formal que ordene el tránsito de políticas, que les dé luz verde a unas mientras otras aguardan por su derecho de paso. El riesgo de colisión espera en cada esquina, en cada cruce de camino.

Un mundo caracterizado por un ciclo económico carente de sincronización, y con una coyuntura que apremia y apunta en direcciones enfrentadas (y reclama decisiones muchas veces antagónicas), multiplica las encrucijadas. Ello exige visión de conjunto, y obliga a cada una de las partes a hacer gala de conocimiento y prudencia recíprocos.

En esa inteligencia, el G20 es la mejor plataforma para compartir información de primera fuente. O, para evitar fricciones, y cuándo no se pudo evitarlas, disolver entuertos. En la medida en que se precisa que el tránsito fluya, y se atiendan los problemas que desvelan a cada parte involucrada, la inmovilidad no puede ser una solución sostenible. Sí, la información sobre hojas de ruta, los sistemas de alerta temprana, los reductores de velocidad, los esquemas de regulación macroprudencial, en especial el fortalecimiento de la infraestructura del sistema financiero internacional.

En última instancia, si se observan los hechos de 2015, lo que se detecta es un reacomodamiento generalizado ante una realidad próxima: la FED ha gritado a los cuatro vientos su intención de dar por cerrado el capítulo no convencional de su política monetaria y de operar –a modo preventivo– una suba de tasas de interés. Los efectos ya están produciéndose –de manera gradual pero acumulativa– aunque no se haya ejecutado la decisión. Dentro de EEUU y fuera de EEUU.

No hay dudas de que la FED ocupa un sitio de privilegio derivado del rol hegemónico del dólar, pero aun así debe prestar atención a la devolución –el proceso de feedback– que generan sus palabras. La política monetaria no sigue una regla automática o ciega, y es condicional al estado de salud de la economía de los EEUU y los mercados financieros. Pero, en ese marco en principio estrictamente nacional, el resto del mundo también juega. La crisis de Grecia –y la manera en que se desenvuelve– o las decisiones internas de política que dispone China, por citar dos ejemplos aislados, son plenamente pertinentes en el análisis. La FED de Yellen es hoy más “internacionalista” que nunca en sus exposiciones públicas. La apreciación del dólar, como pocas veces antes, está presente en su argumentación pública a favor de tomarse más tiempo antes de actuar. La morosidad del comercio internacional o la tenaz desinflación global –elementos que conjugan la participación de un espectro amplísimo de países– forman parte de la ecuación que Yellen debe despejar para dar el paso que anuncia.

Y como la política de la FED no tiene urgencias exógenas, es una estrategia preventiva de recargar el “matafuegos” del arsenal convencional, será más fácil arribar a buen puerto. Quizás como se hizo con el *tapering*, la salida del QE3, la comunicación anticipada permita una absor-

ción diluida en el tiempo de los efectos colaterales nocivos. En ese esquema, el trauma sucedió antes de la implementación del *tapering*. Cuando se lo ejecutó, las aristas dañinas ya estaban contempladas, los portafolios de inversión se habían adaptado, y lo que se produjo, al no haber coletazos como se temía, fue el alivio de una descompresión por la eliminación rápida de la incertidumbre.

Una suba gradual y progresiva de las tasas de interés en EEUU no debería causar una conmoción si se despliega sin sorpresas abruptas, y si todos los jugadores tienen tiempo y espacio para adecuarse a esa nueva realidad.



# 4. LA INFRAESTRUCTURA GLOBAL. LA PERSPECTIVA DEL G20 FRENTE A LA SITUACIÓN EN AMÉRICA LATINA Y ARGENTINA

## 4.1 La mirada del G20 sobre la infraestructura

### 4.1.1 Por qué la infraestructura

A pesar de la larga presencia de sus componentes, el concepto de infraestructura es relativamente nuevo; hasta hace poco tiempo –fines de los años ochenta– estaba englobada como un sub-conjunto dentro del capital. La infraestructura se define por una serie de características distintivas: bienes de capital de vida útil prolongada, localizados, de crecimiento no incremental, que demandan una activa acción pública. Constituyen activos físicos interrelacionados (redes, sistemas) que brindan soporte esencial al funcionamiento económico y social.

Existen varias categorías de infraestructura: económica, social, de conocimiento, ambiental, etc. No hay un consenso generalizado sobre estas clasificaciones. En este trabajo se analiza la denominada *infraestructura económica*, que abarca varios sectores que brindan servicios, como el transporte de personas y bienes, la provisión de energía eléctrica, las diversas instalaciones vinculadas al ciclo del agua, las de transporte de gas y las de telecomunicaciones. Dos características distintivas de la infraestructura merecen destacarse especialmente por las implicancias que tienen: están asociadas a fallas del mercado que requieren la intervención pública y su ciclo de vida es generalmente extenso. En ocasiones se incluyen dentro de la infraestructura otros sectores, como la vivienda o las instalaciones para producir hidrocarburos, escuelas, hospitales, estadios, teatros, etc. No hay definiciones universalmente aceptadas, y esa falta de armonización obliga a la cautela al comparar estadísticas, ya que pueden estar abarcando distintos conjuntos de activos.

¿Por qué la infraestructura y sus servicios asociados constituyen uno de los factores clave para el desarrollo? Más allá del amplio cuerpo de conocimiento académico que apoya esta afirmación, se considera que contribuye a la consolidación del desarrollo a través de cuatro dimensiones clave:

- Apoya el crecimiento de la economía y la competitividad de sus empresas.
- Favorece una mejor calidad de vida, la inclusión social y las oportunidades para las comunidades aisladas.
- Facilita la integración del espacio nacional y la integración regional, la descentralización y la circulación interna.
- Contribuye a la diversificación del tejido productivo mediante la promoción del desarrollo de empresas de provisión de equipos, de ingeniería y construcción y de servicios profesionales asociados.

No es la infraestructura propiamente dicha la que genera un impacto, sino el servicio que brinda a sus usuarios finales; las carreteras o los puertos hacen posible el servicio del transporte, las centrales telefónicas y las fibras ópticas viabilizan las comunicaciones, y así ocurre en los servicios de energía, agua potable y saneamiento, riego, disposición de residuos y otros. El impacto se produce inicialmente en la etapa de ejecución de las obras, a través de la generación de empleo –que varía mucho según el tipo de obra– y del desarrollo de las empresas que proveen bienes y servicios. Pero el mayor impacto tiene lugar durante la etapa de explotación, generalmente extensa, en la que los servicios contribuyen al desarrollo en las cuatro dimensiones citadas más arriba.

#### 4.1.2 La situación general de la infraestructura en el mundo

El análisis integral de la infraestructura en el mundo tropieza con el obstáculo de la información básica sobre las redes y los servicios. En los sectores que conforman la infraestructura económica existen entidades o foros de alcance global que intentan hacerlo en relación con un ámbito específico, revisando las tendencias e identificando las necesidades; por ejemplo: la Agencia Internacional de la Energía, el Foro Internacional del Transporte o la Unión Internacional de Telecomunicaciones, cada uno con modalidades organizativas diferentes pero coincidentes en la búsqueda de información y en el análisis con perspectiva global dentro de su sector. Pero son relativamente escasos los análisis integrales, que procuren captar las tendencias y necesidades genéricas, para todos los sectores.

Algunos ejercicios han intentado recientemente establecer las necesidades de infraestructura en el mundo. Los datos sobre los que se basan las estimaciones suelen presentar serias limitaciones, particularmente en los países en desarrollo. Los organismos multilaterales han venido explorando el tema, constituyendo casi la única fuente de alcance global o regional hasta hace pocos años. Actualmente diversas entidades se han sumado a la tarea y realizan análisis y proyecciones, como es el caso de la OECD, firmas de consultoría de alcance global o firmas involucradas en el financiamiento privado de infraestructura. Las bases de las estimaciones suelen presentar diferencias importantes, dependiendo de qué sectores de infraestructura cubren, qué costos unitarios asumen, el crecimiento esperado, la inclusión o no de proyectos supranacionales, la metodología de cálculo, el horizonte temporal y la inclusión o no de los requerimientos de reposición y mantenimiento (Estache, 2014).<sup>1</sup>

1 Estache (2014).

En los últimos años se destacan los esfuerzos de la comunidad de las finanzas por tener una perspectiva global de la infraestructura; ven la infraestructura como un *asset class* que pueda ser regulado y procuran dimensionar el mercado que ofrece y analizar sus características. La infraestructura atrae la atención de la comunidad inversora ante la perspectiva de que el capital privado desempeñe un papel creciente, a la luz de las limitaciones presupuestarias que enfrentan muchos países.

En términos generales, estos trabajos de alcance global muestran resultados coincidentes. La OECD, en un estudio denominado Visión 2030 elaborado en el año 2007, consideraba que la inversión debería ser del orden del 3,5% del PIB en el mundo, avanzando hacia el 4% (lo que significaba US\$ 3 trillones anuales en aquel momento).<sup>2</sup> Un reciente estudio del McKinsey Global Institute sugiere también un nivel de inversión del orden del 3,5% del PIB (US\$ 3,4 trillones anuales). El World Economic Forum considera requerimientos de inversión del orden de los US\$ 4 trillones anuales, que se elevarían a 4,5 si se quiere reducir el calentamiento global a menos de 2°C. A nivel regional, estimaciones para América Latina en general coinciden con requerimientos de inversión del orden del 5% (CEPAL, BID, CAF); para Asia, del 6% al 7%; para África, del 12 al 16%; y para los países de la OECD, de 2,5% a 4% (que significan dos tercios de la inversión mundial en infraestructura debido al tamaño de esas economías). A nivel sectorial (transporte, energía, telecomunicaciones), las estimaciones presentan una mayor dispersión.

Probablemente sean más abundantes las fuentes que procuran estimar las necesidades de infraestructura que aquellas que intentan medir el nivel efectivo de la inversión. Una revisión a nivel global sugiere que actualmente un 70% de la inversión la realiza el sector público, un 20% el sector privado y un 10% proviene de donantes.<sup>3</sup> La inversión privada está registrada en una base de datos que viene elaborando el Banco Mundial desde hace más de dos décadas, que computa la inversión comprometida (no la efectivamente realizada) a nivel de proyecto; si bien este criterio (probablemente el único posible en la práctica) puede sobreestimar la inversión privada, al menos permite conocer su orden de magnitud y analizar las tendencias. Las donaciones –muy relevantes en los países de menor ingreso– han sido registradas convenientemente en una base común. Pero las inversiones públicas (nacionales y sub-nacionales), que constituyen el grueso, no se encuentran registradas, lo que dificulta considerablemente estimar los niveles reales de inversión.

#### 4.1.3 La visión del G20 y su Iniciativa Global

La agenda de desarrollo de 2010 del Grupo de los 20 (G20, foro que desde 1999 reúne a los países más desarrollados y a países emergentes) ya consideraba la infraestructura como una prioridad. A fines de 2014 lanzó la Iniciativa Global de Infraestructura (IGI), incluyendo la formación del denominado *Hub Global*, un centro de análisis y gestión para implementar la agenda que fue localizado en Sidney, Australia. El objeto del Hub es reducir las brechas de información, remover las barreras a la inversión, aumentar la disponibilidad de proyectos, ayudar a vincular

<sup>2</sup> OECD (2007).

<sup>3</sup> Estache (2014).

los inversores potenciales con los proyectos y mejorar la elaboración de políticas. El Hub se debe reportar al G20 y trabajar en colaboración con los gobiernos, el sector privado, bancos de desarrollo y organizaciones internacionales. Los documentos de lanzamiento de IGI fijaban la orientación del Grupo sobre el tema: *“Reconociendo la importancia de la inversión en el fomento de la demanda y el impulso a la productividad y el crecimiento, la Iniciativa Global de Infraestructura será un programa de varios años para apoyar la inversión pública y privada en infraestructura de calidad. La iniciativa será un medio para cumplir con nuestro compromiso de crear un clima que facilite el aumento de la inversión, especialmente en infraestructura de calidad, y las pequeñas y medianas empresas”*.

Uno de los principales factores que motivaron esta iniciativa fue reconocer que existe una importante brecha de infraestructura a cubrir y a la vez abundantes recursos financieros que tienen pasivos de larga duración y, por lo tanto, pueden orientarse a inversiones de largo plazo, como los fondos de pensión, los de las compañías de seguros y los fondos soberanos. Estos recursos han crecido mucho en los últimos años, y constituyen una atractiva oportunidad para orientarlos hacia las tan necesarias inversiones en infraestructura. El G20, junto con la OECD, ya venía trabajando en un conjunto de lineamientos para facilitar y promover inversiones de largo plazo con los recursos de los inversores institucionales, generando los denominados *G20/OECD High-Level Principles of Long-Term Investment Financing by Institutional Investors*. Estos principios incluyen recomendaciones a los gobiernos para facilitar las inversiones de largo plazo, promover el ahorro, regular la gobernanza de los inversores institucionales, generar regulaciones financieras e impositivas, desarrollar vehículos financieros y otras medidas de política pública orientadas a ayudar a diseñar un marco regulatorio que aliente a los inversores institucionales.

El Hub, principal instrumento de la IGI, aún está en proceso de conformación; se espera que esté operativo hacia fines de 2015. Cuenta con el apoyo de un grupo de países que le brindan apoyo financiero, particularmente Australia, país que se encuentra actualmente a la vanguardia en las políticas e instituciones para el desarrollo de la infraestructura. El Hub se propone “desbloquear” dos trillones de dólares en infraestructura entre 2016 y 2030.

#### **4.1.4 Infraestructura y cambio climático**

La agenda de la infraestructura se encuentra vinculada con otra agenda de alcance global: la del cambio climático. Para limitar el calentamiento del planeta a 2° centígrados es preciso establecer un marco de desarrollo bajo en carbono, lo que es objeto de complejas negociaciones internacionales tendientes a acordar compromisos vinculantes entre los países que tendrán implicancias relevantes para el desarrollo y mantenimiento de la infraestructura.

Para cumplir con las metas de reducir las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) debe desarrollarse una agenda de **mitigación**, que tiene incidencia sobre las políticas sectoriales (de energía y de transporte fundamentalmente) en lo referente a la elección de los proyectos, las tecnologías a adoptar, los marcos regulatorios, etc. Por ejemplo, el Panel Intergubernamental del Cambio Climático espera que en la energía eléctrica en las siguientes dos décadas, la inversión

anual en generación por fuentes convencionales de combustibles fósiles disminuya en un 20% con respecto al año 2010, y que la inversión en generación con fuentes bajas en carbono aumente en más de 100% con respecto a 2010. En el sector transporte (que en 2010 consumió el 27% del uso final de energía), si no se implementan estrategias de mitigación, para el año 2050 se estima que las emisiones de GEI serán el doble con respecto a 2010. Si se implementan todas las medidas adecuadas (cambios en combustibles, eficiencia energética, desarrollo de infraestructura, cambio modal, planeación urbana integrada, etc.), se pueden esperar reducciones entre 15% y 40% con respecto a la línea base de 2010.<sup>4</sup>

El cambio climático también genera una agenda de **adaptación**, a la que la infraestructura es particularmente sensible. Por ejemplo, el cambio del régimen de precipitaciones tiene un impacto considerable sobre la infraestructura de transporte (carreteras, vías férreas, puertos), las cotas de las represas hidroeléctricas y el dimensionamiento de las obras hidráulicas en general.

Además de adaptarse a estas nuevas realidades, es preciso adoptar diseños (físicos e institucionales) que faciliten la rápida recuperación de las infraestructuras luego de las inclemencias climáticas (inundaciones, sequías, olas de calor y de frío, grandes tormentas) promoviendo el concepto de resiliencia.

Una infraestructura más limpia y adaptada va a ser más costosa: las diversas estimaciones de inversión realizadas a nivel global han incrementado en aproximadamente un 10% sus valores al considerar proyectos bajos en carbono.

## 4.2 América Latina: una brecha que persiste

### 4.2.1 Un resumen estilizado de la infraestructura en la región

La infraestructura en América Latina muestra un rezago con respecto a otras regiones del mundo: no sólo con los países más desarrollados, sino incluso con otras regiones en vías de desarrollo, como Europa Oriental o el Sudeste Asiático, que vienen mejorando a mayor velocidad. Este rezago, que el Gráfico I presenta en forma agregada para toda la región, se agudiza en algunos sectores y países.

Un análisis más detallado de los sectores que conforman la infraestructura económica pone en evidencia situaciones diferentes en cuanto a la cobertura, calidad y acceso, que pueden resumirse así:<sup>5</sup>

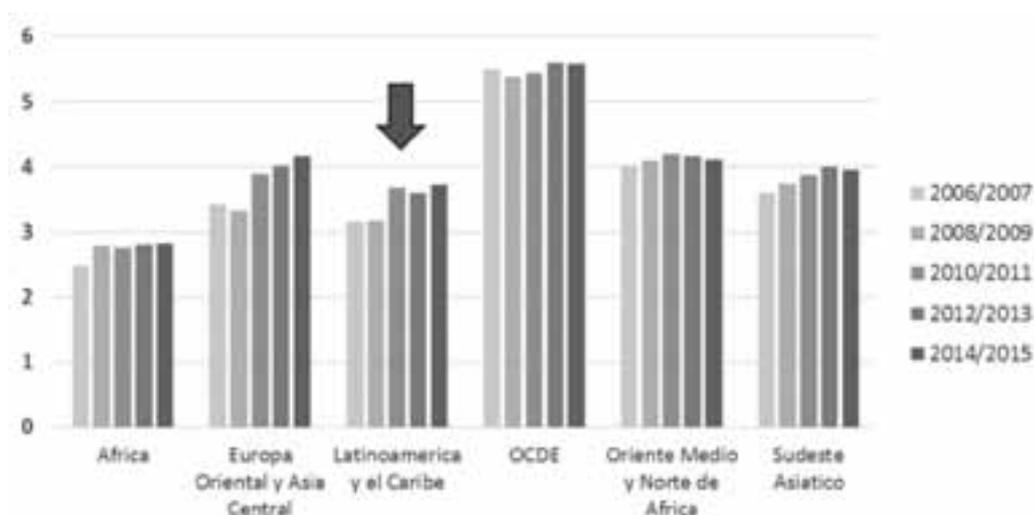
4 IPCC (2013).

5 Tomado del informe IDEAL elaborado por CAF anualmente desde 2011.

- La energía eléctrica y particularmente las telecomunicaciones muestran un desempeño comparado aceptable.
- La provisión de agua potable y saneamiento presenta un cierto rezago; análisis más profundos ponen en evidencia que es mayor que el que aparece a primera vista.
- En el transporte, los puertos y aeropuertos muestran un mejor desarrollo que las carreteras y los ferrocarriles, y se tornan críticos los problemas crecientes en la movilidad urbana.
- El transporte de gas se encuentra en plena expansión en la región.

Si bien los párrafos anteriores reflejan la situación general a nivel regional, existen fuertes disparidades, no solo entre los países y los sectores sino también hacia el interior de cada país.

Gráfico I - La calidad de la infraestructura en el mundo, por región



FUENTE: elaborado sobre la base del indicador de calidad de infraestructura del World Economic Forum.

Un aspecto crucial para comprender la situación de la infraestructura es la evolución que ha tenido la demanda de servicios. Durante los últimos diez años hubo períodos caracterizados por aumentos muy significativos, particularmente desde 2005 a 2012, con una caída en 2008 y 2009 relacionada con la crisis económica y financiera global. A partir de 2013, el crecimiento se tornó más moderado, muy variable por tipo de servicio. A título ilustrativo, la demanda de energía eléctrica creció a una tasa anual promedio del 4,3% entre los años 2010 y 2012, y el 1,8% en 2013; el movimiento de contenedores en puerto, 5% y 1% respectivamente; el parque vehicular, el 6,2% y el 4,9%. Las telecomunicaciones presentan magnitudes sustancialmente superiores: la banda ancha móvil creció un 93% anual entre 2009 y 2013.

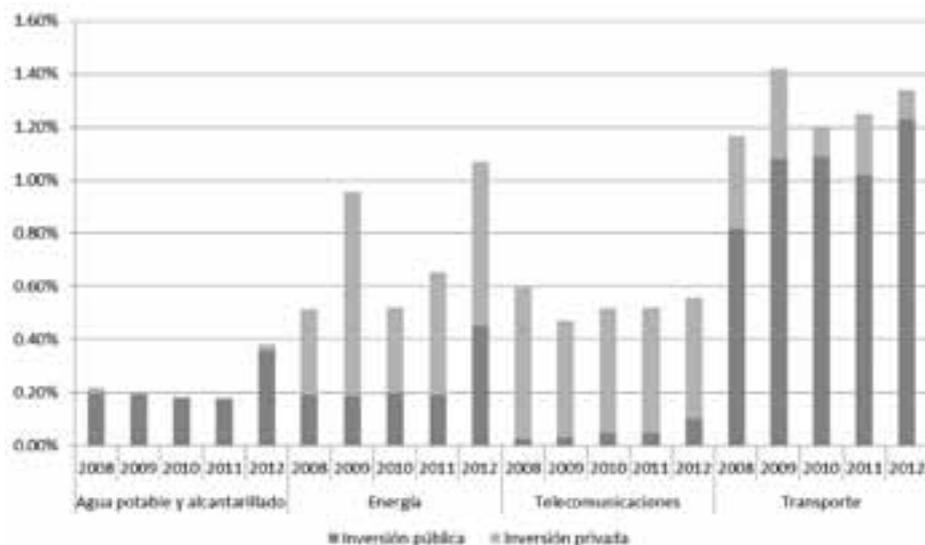
La respuesta de los sistemas de infraestructura a estas demandas (que aun con la desaceleración reciente son elevadas) fue un aumento en los niveles de inversión, que en los últimos

años se ubicó en torno al 3% del PIB. Incluso atendiendo a que este nivel supera ampliamente el de comienzos del siglo XXI –que era notablemente bajo–, existe una brecha considerable con respecto a los requerimientos de inversión en infraestructura económica para poder recuperar los atrasos existentes y acompañar las demandas que genera el desarrollo. Las diversas estimaciones elaboradas sobre el nivel necesario coinciden en ubicarlo en torno al 5% del PIB.

La inversión en infraestructura en la región continúa siendo pública en aproximadamente el 70%; la inversión pública ha crecido en forma moderada, atento al mayor espacio fiscal que permitieron años de crecimiento económico. La inversión privada, que representa un 30% en América Latina, ha venido creciendo a tasas mayores, sobre todo en proyectos de energía y transporte, y particularmente en Brasil, país que por sus dimensiones impacta fuertemente en los promedios regionales. Otro aspecto que contribuyó a la participación privada fue la realización de obras vinculadas a proyectos productivos ligados al auge de la exportación de *commodities* (puertos, plantas de generación eléctrica, etc.).

El Gráfico II permite apreciar la evolución que ha tenido la inversión en infraestructura, medida como un porcentaje del PIB, en una muestra de 11 países de América Latina que en conjunto representan más del 90% del PIB regional.<sup>6</sup> Puede apreciarse el peso relativo de cada sector, donde se destaca la inversión en transporte (del orden del 48% del total en el quinquenio considerado, fuertemente concentrada en carreteras) y de la energía (25%). También puede apreciarse el peso relativo de la inversión pública y privada en cada sector: la privada es dominante en las telecomunicaciones y muy relevante en la energía, en tanto la inversión pública es dominante en el agua y saneamiento y muy relevante en el transporte.

Gráfico II - Inversión en infraestructura en 11 países de América Latina como % del PIB



FUENTE: CAF - IDEAL 2014.

6 Las estimaciones han sido generadas por un equipo de trabajo conjunto de CAF, CEPAL y el BID.

La inversión privada en infraestructura en la región ha mantenido su crecimiento, aunque con cambios en su composición: ha ido ganando presencia la inversión en proyectos de energía eléctrica (que entre 1990 y 2008 representaban el 30% y entre 2009 y 2013, el 36%) y de telecomunicaciones (19% y 26% respectivamente), y los proyectos nuevos (*greenfield*), que en iguales períodos pasaron del 34% al 56%, reduciéndose las concesiones de activos existentes y las privatizaciones (desinversión pública).<sup>7</sup>

#### 4.2.2 Características distintivas y principales desafíos en cada sector

Cada uno de los sectores que conforman la infraestructura económica presenta características propias y enfrenta retos diferentes en la región. Incluso dentro de cada sector los problemas son muy específicos; por ejemplo: dentro del transporte, las realidades de las carreteras, los puertos, los aeropuertos o los sistemas ferroviarios constituyen problemas distintos, como es también el caso con la infraestructura para la generación, la transmisión y la distribución de energía eléctrica. A continuación se presenta una muy breve caracterización de cada sector y los retos que enfrenta en América Latina.

- En el **transporte** se destaca el alto crecimiento de la demanda de desplazamientos de personas y de bienes (a nivel urbano, nacional e internacional), el incremento del parque de automotores (incluyendo las motos), las carencias en la infraestructura y en la organización de los servicios, y la magnitud y severidad de impactos negativos, que genera congestión, accidentes, emisiones contaminantes y de GEI. Es un sector en el que es manifiesta la debilidad institucional: a los gobiernos nacionales y sub-nacionales les cuesta organizarse para atender un área tan vasta, compleja y en la que se entrelazan fuertes intereses. Los problemas se presentan particularmente en la movilidad urbana y en la logística de cargas, en una magnitud que genera dudas respecto de la sostenibilidad. Los retos son muy grandes: superar el atraso estructural (redes y servicios que no cuentan con la cobertura y calidad a la que se aspira), necesidad de ampliar capacidad para viabilizar el crecimiento y minimizar las grandes externalidades negativas.
- En la **energía eléctrica** el crecimiento de la demanda ha sido intenso, acompañando un proceso de mayor inclusión social y desarrollo productivo. Los modelos de organización de los mercados eléctricos sufrieron la volatilidad de los precios de los combustibles, lo que genera un fuerte desafío para asegurar el suministro y completar las redes de transmisión y distribución. Las reservas en la capacidad de generación son en general escasas. Es un sector en el que las consideraciones ambientales y la necesidad de avanzar hacia una matriz con fuerte peso de las fuentes renovables, la capacidad de asegurar el suministro y la capacidad de brindar servicios de calidad y asequibles a toda la población constituyen un desafío conjunto que en la práctica puede presentar conflictos entre sus objetivos.

7 Estos valores surgen de la *Private Participation in Infrastructure Database* elaborada por el Banco Mundial.

- Las telecomunicaciones enfrentan un crecimiento muy acelerado, generando el reto de acompañar esos ritmos de demanda con inversiones; la telefonía móvil (voz y datos) es el ejemplo emblemático. Los operadores, mayoritariamente privados, han avanzado con la expansión de las redes y la cobertura. Pero aun así se percibe una brecha considerable entre la oferta disponible y el uso efectivo de los servicios, particularmente en los sectores de menores ingresos y en las pymes, en buena parte debido a dificultades de asequibilidad. Otro problema que enfrenta el sector es la limitación del espectro radioeléctrico, que debe acomodar su utilización por parte de numerosos servicios y que se encuentra cada vez más demandado por la banda ancha móvil.
- El transporte de gas presenta un crecimiento sostenido, incorporando paulatinamente nuevos usuarios tanto en los países que ya venían utilizando esta fuente como en otros que la van incorporando. La posibilidad de transportar gas por buque (para consumirlo o para exportarlo) ha ampliado el mercado; América Latina tiene un creciente comercio intra y extra regional. La tecnología que permite explotar yacimientos mediante técnicas no convencionales (*shale gas*) abre importantes posibilidades en varios países de la región. Dos desafíos que enfrenta este sector son el financiamiento de grandes inversiones de maduración muy lenta y el desarrollo de plantas de licuación y re-gasificadoras en las costas.
- La infraestructura para el agua se enfrenta con un recurso abundante pero asimétricamente distribuido, y con la necesidad de adaptarse al cambio climático, que generan fuertes demandas de inversiones en obras de hidráulica rural y urbana. En materia de provisión de agua potable y saneamiento se ha avanzado en la cobertura en los asentamientos formales, aunque en muchos casos con deficiente calidad. La rápida expansión de las áreas urbanas y los asentamientos informales constituyen grandes desafíos, que les cuesta enfrentar a operadores que en muchos casos se encuentran atomizados, sin las capacidades técnicas y financieras necesarias, particularmente en las ciudades de dimensiones intermedias.

#### 4.2.3 Agenda estratégica y prioridades

En el año 2011, un trabajo elaborado por CAF, tras analizar del desempeño de la infraestructura en América Latina y proponer el desarrollo sostenible como visión, identificó seis pilares que resumen una agenda estratégica para la región:<sup>8</sup>

1. Aumentar significativamente la inversión en infraestructura. Para cubrir la brecha existente y acompañar el desarrollo, deberá ser del orden del 5% del PIB; casi el doble del nivel del 2,5% de ese año, que ha aumentado hasta aproximadamente el 3% en 2014.
2. Enmarcar políticas y proyectos en un paradigma de desarrollo sustentable y en una perspectiva territorial. Los planes de infraestructura deben alinearse con los objetivos sociales, económicos y ambientales, contemplando la gestión de la demanda para promover el uso responsable de los servicios.

3. Fortalecer las **instituciones** y las políticas, la planificación, la coordinación de políticas sectoriales y la articulación entre niveles de gobierno. Ello implica superar la cultura de silos que caracteriza las áreas de infraestructura y continuar avanzando en la coordinación regional.
4. Articular las fuentes de **financiamiento** de manera de potenciar los beneficios, desarrollando las capacidades para orientar y administrar la multiplicidad de fuentes de recursos, optimizando su utilización en los diferentes proyectos.
5. Promover el desarrollo de **empresas** de clase mundial en los negocios vinculados a la infraestructura. El impulso a las inversiones en infraestructura genera la oportunidad del desarrollo de empresas viables y competitivas, diversificando el tejido productivo.
6. Promover el desarrollo e intercambio de **conocimiento** y mejores prácticas entre gobiernos, regiones y ciudades, continuando los esfuerzos de foros como IIRSA (hoy en COSIPLAN, en el marco de UNASUR) y el Proyecto Mesoamérica.

En los años posteriores se ha avanzado en esta agenda, aunque a un ritmo inferior al requerido. Probablemente, el aspecto en que más avances ha habido es la articulación de diversas fuentes de financiamiento y la promoción de empresas sea en el que menos hubo.

En ese ejercicio se identificaron también urgencias específicas en la región. En algunas ha habido avances importantes: la ampliación de la cobertura y calidad de los servicios de agua y saneamiento, el impulso y apoyo al transporte público urbano, las políticas de seguridad vial en ciudades y en carreteras, la adaptación al cambio climático y la gestión ante los desastres naturales y la expansión de la banda ancha. En otras, los avances han sido limitados: en la conservación de las carreteras, en la infraestructura para la integración regional, en la planificación integrada del desarrollo urbano, la vivienda y la movilidad, y en la mayor racionalidad en el uso de la infraestructura.

### **4.3 Los desafíos de la infraestructura en Argentina**

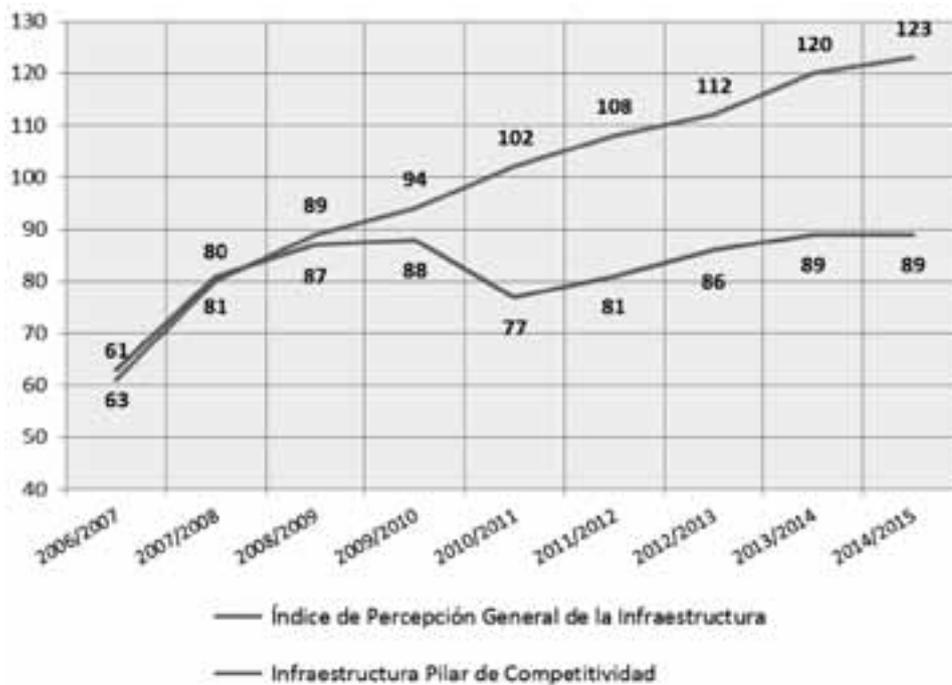
#### **4.3.1 Las dificultades de medir el desempeño comparado**

La situación que presenta la infraestructura en Argentina no es fácil de medir; existen numerosos indicadores de alcance internacional referidos a algún sector en particular, pero son escasos los que presentan una evaluación de la infraestructura económica en general. Probablemente el más completo es el que elabora a nivel mundial desde el año 2006, el *World Economic Forum* (WEF), que en su reporte sobre competitividad global considera la infraestructura como uno de los pilares. Para ello calcula un Índice de Infraestructura, que se construye sobre diversos indicadores sectoriales y que constituye luego un input del índice de competitividad que el WEF calcula para cada país. El Índice de Infraestructura promedia dos indicadores: uno de infraes-

estructura de transporte y otro de electricidad y telefonía. La mayor debilidad de esos indicadores es que se apoyan en valoraciones sectoriales (sobre carreteras, telefonía, puertos, etc.) que en su mayoría son de percepción, basados en encuestas de opinión a ejecutivos.<sup>9</sup>

Los resultados no muestran a la Argentina en una posición favorable. El reporte de 2014/2015 la ubica en la posición 89 sobre 144 países. El componente de transporte presenta un valor más desfavorable (99) que el de energía eléctrica y telefonía (83). Argentina ha venido perdiendo posiciones en su Índice de Infraestructura, pero ha retrocedido mucho más en el denominado “Índice de percepción general de la infraestructura”, que refleja la apreciación de las personas entrevistadas en la encuesta de opinión a ejecutivos.

Gráfico III - Evolución de indicadores de infraestructura de Argentina según el WEF



FUENTE: elaborado sobre la base de datos del Global Competitiveness Review del WEF.

Respecto de la comparación con otros países, la Tabla IX, que contiene los valores elaborados por el WEF para 2014/15, permite apreciar que la posición del Índice de Infraestructura de Argentina en el ranking es inferior a la de países como Brasil, Chile o México, y que esa baja calificación se acentúa en el indicador de percepción general de la infraestructura (que es igualmente bajo para Brasil).

9 Sobre nueve indicadores referidos a la infraestructura que contempla el WEF, seis surgen del denominado *Executive Opinion Survey* (calidad general de la infraestructura, carreteras, ferrocarriles, puertos, infraestructura del transporte aéreo y calidad de la oferta energética) y tres de datos duros (telefonía fija, telefonía móvil y asientos ofertados en el transporte aéreo).

Tabla IX

## Indicadores de infraestructura de países de América Latina - WEF 2014/2015

País	Indicador de transporte	Indicador de electricidad y telefonía	Índice de Infraestructura	Indicador de percepción general
Argentina	99	83	89	123
Brasil	77	70	76	120
Chile	47	57	49	50
México	41	88	65	69

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del Global Competitiveness Review del WEF.

Una revisión de seis indicadores individuales, “duros”, de servicios de infraestructura (cuyos resultados no pueden agregarse), muestra una imagen diferente, en la que la infraestructura de Argentina no se encuentra en una posición tan desventajosa como la que sugieren los índices del WEF. Comparando la media de los mismos cuatro países considerados anteriormente, la Tabla X muestra que la posición relativa de Argentina en casi todos los indicadores se sitúa por encima de la media (con la excepción de la cobertura eléctrica, que es muy alta en todos los países).

Tabla X

## Indicadores seleccionados de infraestructura en países de América Latina

País	Red vial pavimentada como % del total	Cobertura eléctrica total	Consumo de energía eléctrica per cápita	Líneas de telefonía móvil c/100 habitantes	Índice de digitalización	Disponibilidad de agua potable
Unidad	% del total	% de la población	kW/h			% de pobl. con acceso
Año	2011	2011	2011	2013	2012	2012
Argentina	32,2	97,2	2.967	159,0	44,1	98,7
Brasil	13,5	99,3	2.438	135,3	37,9	97,5
Chile	23,8	99,4	3.568	134,3	49,1	98,8
México	37,8	97,8	2.092	85,8	39,8	94,9
Media	26,8	98,4	2.766	128,6	42,7	97,5
Argentina relativa a la media	20%	-1%	7%	24%	3%	1%

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de CAF (2014).

La conclusión de esta revisión de algunos indicadores pone en evidencia las dificultades que presenta medir la dotación y el desempeño de la infraestructura en los países. Probablemente, la

infraestructura de Argentina, en forma agregada, no se encuentre en una posición tan rezagada como la que señalan los índices del WEF, pero es evidente que ha venido retrocediendo y que ha generado una percepción más negativa que lo que muestran los datos duros. El retroceso no la sitúa aún en niveles por debajo de otros países de la región, pero indica que las acciones que determinan su desempeño no han generado mejoras en la medida en que lo han hecho en otros países, respondiendo al incremento que han tenido las demandas y a la recuperación del rezago histórico.

#### 4.3.2 Una mirada al pasado reciente

Para comprender la situación actual de la infraestructura en Argentina es conveniente tener una perspectiva histórica, ya que ha habido cambios muy radicales en las políticas públicas en los últimos veinticinco años. Un análisis sucinto permite identificar tres etapas en las que se ensayaron modelos diferentes: (i) una etapa de organización “tradicional”, caracterizada por el predominio de la gestión y la inversión pública, que se mantuvo hasta fines de los años ochenta; (ii) una etapa de fuerte apertura al sector privado, desregulación y privatización, que abarcó la década de los años noventa y los inicios del siglo XXI; y (iii) un modelo híbrido, a partir del año 2003, que mantuvo algunas de las reformas anteriores pero introdujo en la práctica un mayor rol del Estado como planificador, inversor y operador. El Cuadro I sintetiza las principales características de esos modelos.

Cuadro I - Evolución de los modelos de gestión de la infraestructura en Argentina

	1980s	1990s	2000s
<b>Fuentes de la inversión</b>	Predominio de la inversión pública	Predominio de la inversión privada	Predominio de la inversión pública
<b>Gestión operativa</b>	Pública	Mixta	Mixta, creciente intervención pública
<b>Planificación</b>	Pública centralizada, capacidad técnica	Señales de mercado, descentralización	Pública, criterios técnicos limitados
<b>Financiamiento</b>	Público	Cargo al usuario	Subsidios
<b>Contexto macro</b>	Crecimiento bajo	Crisis, crecimiento alto y luego moderado	Recuperación, crecimiento elevado y luego moderado

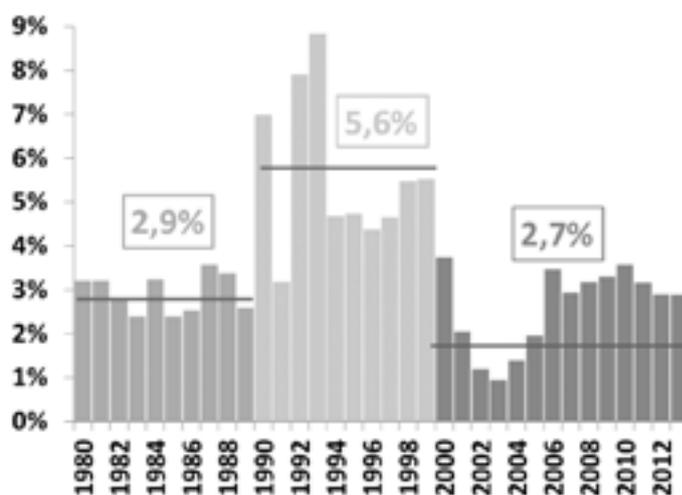
FUENTE: elaboración propia.

Uno de los aspectos clave en esta sucesión de modalidades –que sin duda impacta sobre el desempeño discutido en la sección anterior– ha sido la evolución del nivel de inversión. El Gráfico IV muestra el desarrollo que ha tenido desde 1980, adoptando las mejores fuentes disponibles.<sup>10</sup> La inversión total en infraestructura económica, que incluye la inversión pública (nacional y sub-nacional) y la inversión privada, muestra niveles inferiores al 3% del PIB en los años ochenta y en la última década, y un nivel más elevado durante los años noventa. En el primer pe-

10 Se han adoptado los valores estimados por CIPPEC (2015), sobre la base de estudios de Calderón y Servén (2010), CAF (2012), Banco Mundial (2014), CEPAL (2014) y el Ministerio de Economía (2014).

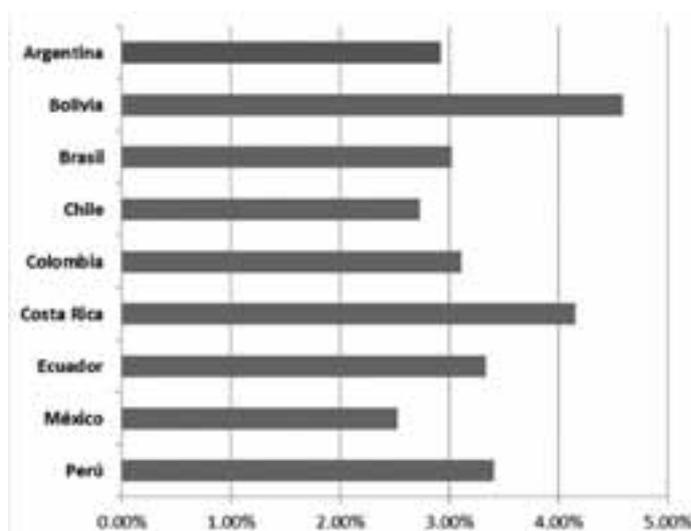
río, la inversión fue pública prácticamente en su totalidad, en tanto que durante los años noventa ésta se redujo sustancialmente y el grueso del incremento lo generó la inversión privada. En la última década, la inversión pública fue dominante, pero hubo aproximadamente un 20% de inversión privada (básicamente en telecomunicaciones, generación eléctrica, puertos y aeropuertos). Si bien la inversión pública nacional tuvo un fuerte incremento, no compensó la caída de la inversión privada y de la inversión pública sub-nacional. El comportamiento de Argentina en materia de inversión en infraestructura refleja aproximadamente el promedio de América Latina, como puede apreciarse en el Gráfico V.

Gráfico IV - Inversión en infraestructura en Argentina como % del PIB (1980-2013)



FUENTE: CIPPEC sobre la base de Calderón y Servén (2010), CAF (2012), Banco Mundial (2014), CEPAL (2014) y Ministerio de Economía (2014).

Gráfico V - Inversión comparada en infraestructura económica en países de América Latina



FUENTE: elaborado sobre la base de CAF (2014).

Si bien la inversión es uno de los factores clave en el desempeño de la infraestructura y sus servicios, hay otros que pueden tener un rol relevante para explicar la situación actual. Los marcos regulatorios, que inciden definitivamente en la calidad del servicio y en muchos casos promueven o restringen los niveles de inversión, también constituyen un tema de la mayor relevancia. Es de destacar que en los últimos años se consolidó un fuerte atraso tarifario en los servicios, que fue compensado con subsidios que fueron creciendo paulatinamente, pasando del 1% del PIB en el año 2006 al 6% en el año 2013, con lo que más que duplican los niveles de inversión.<sup>11</sup>

Otro factor clave en el desempeño de la infraestructura es el comportamiento del sector público, cuyo rol abarca funciones tales como establecer las políticas sectoriales, fijar las prioridades de inversión, preparar y ejecutar los proyectos, estructurar los proyectos con participación privada y velar por el uso y mantenimiento de los activos. Las potenciales debilidades en el cumplimiento de estas funciones son sin duda un elemento relevante para explicar la situación actual.

#### 4.3.3 Los retos para los próximos años

Un reciente trabajo elaborado por CIPPEC<sup>12</sup> presenta un análisis de los requerimientos de infraestructura en Argentina, sobre la base de un diagnóstico de su situación y de una visión prospectiva del país mirando al año 2030. El informe identifica cinco desafíos centrales:

- i. El crecimiento poblacional demandará una mayor cobertura y calidad del servicio de agua potable y saneamiento para evitar los problemas asociados a procesos desordenados de aglomeración urbana.
- ii. Una población con ingresos más elevados requerirá satisfacer una demanda creciente de energía eléctrica y una mayor utilización de la infraestructura de transporte, asociada con una tasa más elevada de motorización y el crecimiento de la generación de viajes.
- iii. El crecimiento del movimiento de graneles requerirá una expansión de la red de infraestructura logística, en particular en los corredores (carreteras, ferrocarriles) y nodos de salida de mayor presión de demanda, como los puertos del AMBA y Rosario y los principales pasos de frontera. Al mismo tiempo, el mayor peso de productos diferenciados en la canasta exportadora demandará la instalación de redes de logística más sofisticadas.
- iv. El crecimiento de los servicios intensivos en trabajo calificado tendrá como condición necesaria el desarrollo de redes modernas y eficientes de telecomunicaciones. En particular, el impulso de servicios competitivos de telefonía móvil y transmisión de datos de alta velocidad.
- v. El cambio climático impactará en los niveles de riesgo de los proyectos de infraestructura.

11 Castor y otros (2015).

12 *Ibidem*.

Sobre esta base se desarrollan una serie de recomendaciones (que exceden el alcance del presente documento), que abarcan tanto recomendaciones para la provisión de obras de infraestructura como los aspectos institucionales y regulatorios asociados (el *software*), lo que incluye las tarifas por el uso de los servicios, los subsidios y la organización del Estado. El estudio concluye destacando la necesidad de un salto de calidad de la infraestructura en la próxima década, proponiendo el avance hacia una matriz energética sustentable, una estrategia de movilidad y logística eficiente y equitativa, el acceso universal y servicios de calidad en materia de agua y saneamiento, y la mejora y asequibilidad de los servicios de banda ancha y telefonía.

## 5. CONCLUSIONES

Entre 2010 y 2015 la economía mundial cumplirá cinco años consecutivos en que su crecimiento anual oscila en torno al 3,4%. Si se incorpora el impacto de la crisis 2008-2009, el crecimiento anual acumulativo en esos siete años es 3,3%. Y de tal manera, se observa que se converge a la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía mundial.

Esta tendencia no es uniforme. Se destacan algunos movimientos particulares: i) el crecimiento de las economías avanzadas es menor al de las economías en desarrollo; ii) pese a ello, el crecimiento de las economías en desarrollo viene bajando año a año desde 2010, hasta ubicarse en 2014 claramente por debajo de la tendencia histórica, lo que se repetirá, según el FMI, en 2015 y 2016; iii) la marcha de las economías desarrolladas muestra una tendencia suavemente creciente desde el año 2012 (con cierta volatilidad), pero el crecimiento medio anual para el período 2010-2015 arroja un magro 1,7%.

La situación fiscal de las economías avanzadas mejora año a año y su déficit consolidado se reduce, aunque todavía excede ampliamente el nivel previo a la crisis. El FMI proyecta un desequilibrio de 3,3% para el año 2015 (en términos del PIB), la mitad que el promedio del período 2008-2012 (6,5%).

En resumen, las políticas fiscales expansivas fueron útiles para evitar una ruptura más dramática del tejido económico, aunque en algunas áreas como la UE inicialmente hayan existido dudas de sus beneficios, que llevaron a que se demorara su adopción (el debate estímulo versus austeridad).

La reducción de los déficits en los últimos años en las economías avanzadas sugiere un proceso de gradual normalización que tiene como efecto una corrección fiscal que resulta compensada por la estrategia de relajación monetaria.

La dinámica fiscal y el rebalanceo de la economía mundial han derivado en una mejora sustancial en la cuenta corriente de las economías avanzadas que ha mejorado año a año y el cambio entre 2007 y 2015 equivale a 1,5 puntos del PIB.

Las economías en desarrollo exhiben un marcado deterioro en sus cuentas fiscales y, en menor medida, en su cuenta corriente en los últimos años. El deterioro fiscal es de casi 5 puntos del PIB, al pasarse de un superávit de 1,2 en 2006-2007 a un déficit de 3,7 puntos del PIB en 2015. A su vez, el resultado de cuenta corriente de los países en desarrollo muestra, por un lado, la reducción del superávit de China en Asia y, por el otro, el aumento de déficit y/o la reversión de superávits en déficits en los países de Latinoamérica.

Las economías emergentes enfrentan una etapa del ciclo económico en el cual diferentes fuerzas transformaron en poco tiempo el viento de cola en viento de frente. Los efectos adversos más notables son la caída de los precios de las materias primas, la revaluación del dólar y la desaceleración del comercio internacional, fruto de la rotación en el crecimiento de la economía mundial. Estas tres fuerzas condicionan el desempeño de las economías emergentes y plantean serios dilemas de política económica y social. Una de las opciones sería compensar el cambio de la cuenta corriente con ingreso de capitales y toma de deuda. Pero dadas las condiciones poco favorables en los mercados de deuda y la reducción de flujos de capitales hacia el mundo emergente, los países en desarrollo optaron por una mezcla de uso de reservas y devaluación de sus monedas domésticas.

En el caso específico de Latinoamérica, la región ha frenado su crecimiento económico, ratificando una vez más la correlación que existe entre la evolución de sus términos de intercambio y el nivel de actividad económica (y también de la tasa de inversión). En el año 2014 el crecimiento fue de solo 1,3% y para 2015 se proyecta un magro 0,5%. Tanto para la región como para los países de mayor tamaño relativo, los términos de intercambio de 2014 fueron, como promedio anual, similares a los de 2010, perdiendo la mejora obtenida todavía en los años 2011 y 2012.

Latinoamérica, como otros países en desarrollo, enfrenta dificultades en sus cuentas públicas: el déficit fiscal conjunto en 2014 fue de casi 5% y la deuda pública excedió el 50%. En buena medida, este deterioro se debe al aumento del gasto público y ello, más allá de sus connotaciones coyunturales, plantea un problema no menor: la tasa de inversión está inversamente correlacionada con la participación del gasto público en la economía. En un extremo se ubican Perú, México y Chile (con tasas de inversión superiores al 23% y relaciones gasto público/PIB menores al 27%); en el otro extremo, Venezuela, Brasil y Argentina (con tasas de inversión menores a 20% y relaciones gasto público/PIB superior al 37%).

La conclusión es obvia: más allá de las cuestiones de la coyuntura, las posibilidades de crecimiento de estas economías están muy condicionadas. El ciclo económico adverso dificultará (en clave política) la corrección del exceso de gasto público, que de todas maneras parece impostergable. Pero esta corrección a su vez choca con los déficits de infraestructura de los que adolece la región.

Latinoamérica transita el ciclo económico en el corto plazo como un desfiladero complejo. Con instrumentos limitados, debe contener gradualmente el desequilibrio fiscal, admitir un sendero de crecimiento acotado por la restricción externa y, al mismo tiempo, evitar un aumento de la tasa de desocupación. Y, simultáneamente, mantener los equilibrios sociales y políticos básicos de sociedades que se ilusionaron con la perdurabilidad de tiempos mejores (aquellos que financiaron los precios de los commodities mientras estuvieron cercanos a los niveles récord) y hoy podrían sentirse entre frustradas, decepcionadas y engañadas.

Latinoamérica figura ubicada en posiciones medias o bajas en los rankings de calidad institucional y del Índice de Desarrollo Humano. La debilidad de la calidad institucional se manifiesta

en regímenes democráticos donde la mediación de los partidos políticos y la división de poderes es reemplazada por los personalismos con excesiva discrecionalidad y pocas reglas, lo que afecta el ahorro y la inversión. Por ello, el crecimiento se ve limitado y la sociedad pierde el lubricante necesario para permitir movilidad social sin demasiados conflictos. Es que las políticas redistributivas en un contexto de estancamiento llevan a que, para que alguien progrese, otro retroceda en una suerte de juego de suma cero.

Dentro de Latinoamérica, Argentina, Brasil y Venezuela enfrentan desafíos particularmente complejos. Un transcurso exitoso de la agenda de los tres países requiere un esfuerzo de racionalidad económica proporcional a la magnitud de los desequilibrios que muestran. De lo contrario, el período de lento crecimiento o estancamiento se prolongará, los índices de pobreza y marginación aumentarán, la informalidad laboral y la dependencia de un Estado cada vez con menos recursos para atender una demanda creciente aumentará. Ello puede generar un estadio de frustración en la sociedad y poner a prueba la cohesión social y la seguridad. En este contexto, sería utópico pensar que estas economías logren reinsertarse en el orden internacional y alcanzar una integración inteligente con el mundo.

Como se señaló, la marcha de la economía mundial no es uniforme, el pulso de la actividad difiere entre países de manera llamativa. Subsisten desequilibrios y riesgos de herencia, pero también ocurren nuevos traspiés (como la creciente debilidad de las economías emergentes). Todo ello está lejos de sugerir la conveniencia de aplicar una terapia unificada de políticas para su abordaje, pero la multiplicidad de enfoques de intervención, a su vez, origina una sucesión de nuevos problemas y requerimientos de coordinación.

Las características del ciclo económico internacional –los estadios diferentes que transita cada economía– explican la divergencia de las políticas monetarias. Mientras Estados Unidos y Gran Bretaña confían en la solidez de su recuperación –y evalúan retirar las muletas de las políticas excepcionales de estímulo–, la eurozona, los países del norte europeo, Japón, China y un abanico amplio de economías emergentes afrontan dinámicas complejas que requieren un mayor apuntalamiento. Esta asimetría dominará, como mínimo, el horizonte de corto plazo.

Una consecuencia de tales divergencias se refleja en el mercado de monedas. La apreciación del dólar frente a las principales divisas es un subproducto de las expectativas disímiles. Las tasas de interés pueden no haber subido en EEUU, pero no hay dudas de que el *tightening* ya comenzó antes que Janet Yellen mueva un dedo. Un dólar más firme, accionado por las expectativas de los agentes económicos, equivale a un endurecimiento incipiente de las condiciones monetarias y financieras. No sólo en los EEUU. Como se sabe, el dólar es la principal fuente de liquidez global y, como tal, la repercusión de sus movimientos traspasa las fronteras.

Quizás la velocidad del ajuste –por ejemplo, la muy violenta caída del euro frente al dólar, que lo llevó de 1,40 a mediados de 2014 a rozar el 1,04 dólar por euro– pueda criticarse por exceso de vértigo, pero la dirección del movimiento calza como un guante con los fundamentos de un mapa económico mundial que es un mosaico heterogéneo de fortalezas y debilidades. El

mercado de cambio traduce, a su modo, las expectativas enfrentadas del accionar de la FED *vis à vis* el BCE (y otros bancos centrales), es decir, la dinámica desigual que se prevé de restricción versus relajación.

La decisión del Banco del Pueblo de China de darle mayor participación a las fuerzas del mercado en la determinación de la paridad oficial del yuan no es más que una manera elegante –aplaudida por el FMI– de cortar el vínculo *pari passu* que ligaba a su moneda con el dólar. Queda habilitada así la depreciación del yuan como eventual ruta de escape si las complicaciones futuras del camino así lo requiriesen. Si los mercados restauran un superdólar, Beijing no tiene ningún interés en fomentar en paralelo un superyuan.

Al sumarse China al concierto de países que devalúan sus monedas es inevitable que resurja el temor por la guerra de divisas. Y ello pese a la firme denegatoria de Beijing de que su decisión persiga tal finalidad. El gigante asiático hoy es el elefante en el bazar, y cualquier movimiento brusco suyo podría provocar un daño enorme y desatar una conflagración de devaluaciones competitivas y represalias diversas de la que tampoco China podría salir muy beneficiado.

¿Qué hubiera ocurrido si China esperaba hasta que la FED decidiera una suba de tasas para resolver, recién entonces, la devaluación del yuan renminbí? Anticiparse fue una manera de evitar una fusión de acontecimientos críticos que pudieran causar una azarosa reacción en cadena. Ocurre que en el concierto internacional no existe un semáforo formal que ordene el tránsito de políticas, que les dé luz verde a unas, mientras otras aguardan por su derecho de paso. El riesgo de colisión espera en cada esquina, en cada cruce de camino.

Un mundo caracterizado por un ciclo económico carente de sincronización, y con una coyuntura que apremia y apunta en direcciones enfrentadas (y reclama decisiones muchas veces antagónicas), multiplica las encrucijadas. Ello exige visión de conjunto, y obliga a cada una de las partes a hacer gala de conocimiento y prudencia recíprocos.

En esa inteligencia, el G20 es la mejor plataforma para compartir información de primera fuente. O para evitar fricciones, y cuándo no se pudo evitarlas, disolver entuertos. En la medida que se precisa que el tránsito fluya, y se atiendan los problemas que desvelan a cada parte involucrada, la inmovilidad no puede ser una solución sostenible. Sí, la información sobre hojas de ruta, los sistemas de alerta temprana, los reductores de velocidad, los esquemas de regulación macroprudencial, en especial, el fortalecimiento de la infraestructura del sistema financiero internacional.

## 5.1 Infraestructura

Una mirada conjunta de los lineamientos establecidos por el G20 con respecto a la infraestructura, resumidos en su Iniciativa Global y en las prioridades establecidas para el Hub, y de

los problemas que enfrenta la infraestructura de América Latina en general (y de Argentina en particular), permite concluir que en términos generales se encuentran alineados, aunque con algunos matices que cabría destacar. Para ello se presentan a continuación reflexiones sobre cuatro temas: la necesidad de mejorar la información básica, el potencial de la participación privada en la inversión, la sugerencia de incorporar explícitamente el cambio climático en la agenda y el énfasis en las instituciones como actores clave en la provisión de servicios de infraestructura.

### 5.1.1 La necesidad de mejorar la información básica

La propuesta del Hub de trabajar en reducir las brechas de información es muy relevante para América Latina. Los déficits son más pronunciados en unos sectores que en otros: la infraestructura del agua y del transporte presenta mayores falencias que la de la energía y las telecomunicaciones.<sup>13</sup> Los organismos multilaterales que actúan en la región han venido trabajando en ello,<sup>14</sup> pero aún resta mucho por hacer. Las dificultades que presenta reseñar la situación de la infraestructura en Argentina es una pequeña muestra de los obstáculos existentes en materia de datos e indicadores. La reducción de las brechas de información requiere del esfuerzo de los sistemas estadísticos nacionales y de la participación del sector privado, que en muchos casos registra datos que, con el debido resguardo de confidencialidad, pueden ser de gran utilidad pública. La digitalización permite el desarrollo de amplios conjuntos de datos (*big data*), que en el marco de estrategias de gobierno abierto pueden estar disponibles para las personas y organizaciones públicas y privadas (*open data*).

### 5.1.2 El potencial de la participación privada en la inversión en infraestructura

El G20 reconoce en su Iniciativa Global la necesidad imperiosa de ampliar la inversión en infraestructura y señala el potencial de conjugar esas necesidades con la disponibilidad de recursos financieros que podrían dar soporte a las inversiones de largo plazo. Un análisis más detenido de las demandas muy probablemente mostraría que si bien muchos de los proyectos necesarios (socialmente rentables) pueden ser viables para implementarse bajo mecanismos de APP, una gran masa de inversiones difícilmente se preste a modalidades de *project finance*. Obras hidráulicas urbanas y rurales, redes viales de baja densidad, infraestructura para mejorar el espacio urbano, redes de servicios para poblaciones de bajos recursos o en zonas remotas son ejemplos de inversiones en las que es muy difícil prever financiamiento privado bajo las modalidades convencionales.

A nivel global, aproximadamente el 20% de la inversión efectiva en infraestructura (que es alrededor de la mitad de la necesaria) es privada. La participación privada puede sin duda aumentar, pero enfrentará dificultades no solo en hallar proyectos financiables, sino también en

13 Para el sector transporte, un documento elaborado por el BID presenta un análisis detallado de las mayores necesidades (Barbero y Uechi, 2012).

14 Por ejemplo, a nivel global, los esfuerzos del Banco Mundial, de la OECD, de UNCTAD, de diversas instituciones privadas interesadas en el financiamiento; a nivel regional, los observatorios de transporte urbano de CAF, de logística del BID, de la OLADE, de CAF, BID y CEPAL para estimar los niveles de inversión.

algunas restricciones impuestas por recientes cambios regulatorios en el sistema financiero que pueden limitar la capacidad de los actores tradicionales. Los bancos comerciales, que en América Latina fueron responsables por el 51% del financiamiento privado de infraestructura,<sup>15</sup> están siendo alcanzados por la nueva regulación de los acuerdos de Basilea III en Europa y otras normas similares en Estados Unidos que incorporan requerimientos más exigentes, lo que limita su capacidad de invertir a largo plazo. Los nuevos actores con capacidad de hacerlo (como los inversores institucionales) tienen una mayor aversión al riesgo, y muchos proyectos de infraestructura en la región presentan un perfil de riesgo que no es bajo: riesgo de demanda, riesgos constructivos, riesgos de orden político-institucional. Viabilizar la participación de los inversores institucionales requiere, entonces, el diseño de mecanismos eficaces para mitigarlos.

En este contexto, la iniciativa del G20 podría incorporar algunos elementos que aparecen como relevantes en América Latina:

- Procurar mecanismos e instituciones para la gestión de los riesgos que faciliten la participación privada en los proyectos, tales como garantías y otros procedimientos de mejora crediticia, y la promoción de bonos de proyectos que permitan canalizar la participación de inversores institucionales en obras de infraestructura.
- Capitalizar la amplia experiencia acumulada sobre éxitos y fracasos en la participación privada en infraestructura (que ha sido especialmente rica en América Latina), orientando la inversión privada hacia aquellos nichos en los que ha demostrado ser viable y conveniente.

### **5.1.3 Incorporar el cambio climático en la agenda de la infraestructura**

Se sugiere que la agenda del G20 realce el rol estratégico de enfrentar el cambio climático, de avanzar hacia una economía baja en carbono y de los criterios de sostenibilidad en general (ambiental, social, económico-financiera, institucional). Estos temas “cruzan” la agenda de la infraestructura en forma creciente y deberían ser considerados en los mecanismos de financiamiento, incluyendo el desarrollo de fondos de infraestructura verde de alcance global.

### **5.1.4 Énfasis en las instituciones en la provisión de servicios de infraestructura**

Otro aspecto que se propone enfatizar es la necesidad de hacer un uso productivo de los recursos asignados a la infraestructura, fortaleciendo las instituciones responsables de planificar la cartera de proyectos, elaborar su diseño y estructurarlos, gestionar la adquisición y operar y mantener los activos. Estudios recientes indican que existe una amplia posibilidad de mejorar esa productividad. Dos temas a destacar dentro de esa línea de acción son la gestión de la demanda y la gestión de los activos, que contribuyen a reducir considerablemente los requerimientos de infraestructura.

15 Serebrisky (2015).

## 6. BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central Europeo: *Monthly Bulletin*, números varios. Disponible en [www.ecb.org](http://www.ecb.org).
- Banco Mundial: *Informe Anual 2013: Un mundo sin pobreza, poner fin la pobreza extrema, promover la prosperidad compartida*. Disponible en [www.bancomundial.org](http://www.bancomundial.org).
- Banco Mundial: *Commodities Prices*. Disponible en [www.bancomundial.org](http://www.bancomundial.org).
- Barbero, J.Y.: *Assessment of Transport Data Availability and Quality in Latin America*. Washington, DC: Inter-American Development Bank. Technical Note IDB-TN-315, 2012.
- CAF: *La infraestructura en el desarrollo integral de América Latina - Diagnóstico estratégico y propuestas para una agenda prioritaria*. Bogotá: CAF, 2011.
- CAF: *La infraestructura en el desarrollo integral de América Latina*. Bogotá: CAF, 2013.
- Castro L., S.P.: *¿Cómo puede cerrar el próximo gobierno la brecha de infraestructura?* Buenos Aires: CIPPEC - DPP No. 148, 2015.
- Consejo Argentino de Relaciones Internacionales (CARI): *Argentina en el G20. Oportunidades y desafíos en la construcción de la gobernanza económica global*. Documento de Trabajo 88. CARI - Fundación Konrad Adenauer. Buenos Aires, octubre 2010.
- Estache, A.: *Notas sobre el financiamiento de la infraestructura y sus fuentes*. Bogotá: CAF - IDEAL 2014 - Instituciones y financiamiento de la infraestructura, 2015.
- Fondo Monetario Internacional: *World Economic Outlook, Abril 2015: Uneven growth: short and long term factors*. Washington D.C. Abril 2015.
- Fondo Monetario Internacional: *World Economic Outlook Update, Julio 2015*. Disponible en [www.imf.org](http://www.imf.org).
- Fondo Monetario Internacional: *Fiscal Monitor. Now is the time; fiscal policies for sustainable growth*. Washington D.C. Abril 2015.
- G20 Finance Ministers and Central Bank Governors: *Communiqué*. Washington D.C. abril 2015.
- G20: *Global Infrastructure Hub Fact Sheet*. Sydney, 2015.
- Gutiérrez Girault, A. y Siaba Serrate, J.: *El mundo a cinco años de la crisis: El estado de la agenda del G 20 y las implicancias para Argentina*. Documento de Trabajo 92. Consejo Argentino de Relaciones Internacionales – Fundación Konrad Adenauer. Buenos Aires, diciembre 2012.
- Gutiérrez Girault, A. y Siaba Serrate, J.: *La agenda del G 20 y el desafío de la transición*. Documento de Trabajo 93. Consejo Argentino de Relaciones Internacionales – Fundación Konrad Adenauer. Buenos Aires, diciembre 2013.
- Gutiérrez Girault, A., Ochoa, R. y Siaba Serrate, J.: *El G 20 y las tensiones entre el rebalanceo y la fragmentación*. Documento de Trabajo 94. Consejo Argentino de Relaciones Internacionales – Fundación Konrad Adenauer. Buenos Aires, diciembre 2014.

- Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas (IAEF): *El dólar como reserva de valor en el mundo y su nivel de equilibrio en Argentina*. Serie Trabajos de Investigación, nro 36. Buenos Aires. Abril 2010.
- IPCC - Grupo Intergubernamental de expertos sobre cambio climático: *Cambio climático 2013 - Bases físicas*. Ginebra: IPCC, 2013.
- J.P. Morgan: *Global Data Watch*, números diversos, 2015.
- Krause, Martín: *Índice de Calidad Institucional 2015*. Publicado por Red Liberal de América Latina (RELIAL). México DF 2015. Disponible en [www.relial.org](http://www.relial.org).
- McKinsey Global Institute: *Infrastructure Productivity: How to save \$1 Trillion a Year*. McKinsey Global Institute, 2013.
- Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto, Centro de Economía Internacional (CEI): Estadísticas. Disponible en [www.cei.gob.ar](http://www.cei.gob.ar). 2015.
- OECD: *Infrastructure to 2030 - Volume 2: Mapping policy for electricity, water and transport*. Paris: OECD, 2007.
- OECD: *High-level Principles of Long-term Investment financing by Institutional Investors*. Paris: OECD, 2013.
- Piñeiro, M. y Gutiérrez Girault A.: *G 20: tendencias y volatilidad del precio de los alimentos. Implicancias para Argentina*. Documento de Trabajo 90. Consejo Argentino de Relaciones Internacionales – Fundación Konrad Adenauer. Buenos Aires, noviembre 2011.
- Programa Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD): *Informe sobre el Desarrollo Humano 2014: Sostener el progreso humano, Reducir vulnerabilidades y construir resiliencia*. Washington. 2015. Disponible en <http://hdr.undp.org>.
- PWC - Oxford Economics: *Capital Project and Infrastructure Spending - Outlook to 2025*. Pricewaterhouse Coopers, 2015.
- Reserva Federal Board of Governors: Select statistical releases. Disponible en [www.federalreserve.org](http://www.federalreserve.org).
- Sánchez, R. & Perotti, D.: *La brecha de infraestructura en América Latina y El Caribe*. Santiago de Chile: CEPAL, 2011.
- Serebrisky, T.: *Financiamiento de la infraestructura en América latina: instrumentos, mecanismos y actores relevantes*. Buenos Aires: Seminario CIPPEC ¿Cómo financiar la brecha de infraestructura?, 2015.
- Siaba Serrate, J.: “Las perspectivas económicas de cara a 2025”. Presentación en el Seminario Australia en el siglo de Asia. CARI. Noviembre 2013.
- Siaba Serrate, J.: “The threats of transition and the need to speed up the building of a robust market infrastructure”, publicado en *Think20 Papers 2014: Policy Recommendations for the Brisbane Summit*. Sidney, diciembre 2013.
- Siaba Serrate, J.: “Llegó shock petrolero: es favorable, pero las rosas traen espinas”. *Diario Ámbito Financiero*, 1 de diciembre de 2014. Disponible en <http://www.ambito.com/diario/noticia.asp?id=769352>.

- Siaba Serrate, J.: “Retorna el ‘superdólar’ (junto con las bajas en los commodities)”. Diario *Ámbito Financiero*, 25 de mayo de 2015. Disponible en <http://www.ambito.com/diario/noticia.asp?id=791937>.
- Siaba Serrate, J.: “La saga de la débil moneda china: esto recién comienza”. Diario *Ámbito Financiero*, 13 de agosto de 2015. Disponible en <http://www.ambito.com/diario/noticia.asp?id=803134>.
- Stanley, M.: Investing in Infrastructure: Getting the Conditions Right. *OECD Journal: Financial Market Trends*, (2011 – Issue 1).
- The Economic Policy Research for Turkey: *T20 Turkey 2015: What has been the Progress? What next?* Izmir. Junio 2015
- WEF: *The Global Competitiveness Report 2014 - 2015* . World Economic Forum, 2015.



## Relatorías

TEMARIO TENTATIVO (Reuniones 1 y 2)

¿QUÉ LEGADO DEJÓ LA CRISIS DE 2008? ¿PIENSA QUE HA SIDO SUPERADA?

¿CUÁLES SON, A SU JUICIO, LAS ASIGNATURAS PENDIENTES?

¿CUÁL ES LA SITUACIÓN ACTUAL EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS? EEUU, EUROPA, CHINA, JAPÓN / CRECIMIENTO, INFLACIÓN, EMPLEO, FINANZAS

¿CUÁL ES SU OPINIÓN SOBRE EL DEBATE ENTRE ESTÍMULO Y AUSTRERIDAD?

¿CÓMO CREE QUE SE SALDRÁ DE LOS PROGRAMAS EXTRAORDINARIOS DE POLÍTICAS PÚBLICAS?

NORMALIZACIÓN PLANEADA DE LAS TASAS DE INTERÉS EN EEUU. ¿QUÉ PIENSA QUE HARÁ LA FED? ¿EFECTOS?

¿CÓMO VE LA SITUACIÓN DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES? ¿ESTÁN PEOR O MEJOR PREPARADAS QUE EN 2008 PARA ENFRENTAR UN SHOCK? ¿CÓMO VE SU EXPOSICIÓN A LOS FLUJOS COMERCIALES Y FINANCIEROS? ¿CÓMO CREE QUE REACCIONARÁN? ¿QUÉ PAÍSES VE MÁS VULNERABLES Y POR QUÉ?

¿CUÁL ES SU VISIÓN SOBRE LA DINÁMICA DEL MERCADO PETROLERO Y, EN GENERAL, DE LAS MATERIAS PRIMAS?

¿CUÁLES SON LAS PRINCIPALES AMENAZAS QUE OBSERVA EN EL PLANO INTERNACIONAL?

¿QUÉ PAPEL JUGÓ Y JUGARÁ EL G20? ¿EN QUÉ DEBERÍA CONTRIBUIR?

CÓMO ANALIZA EL DESEMPEÑO DE LA ARGENTINA EN ESTE CONTEXTO GLOBAL. QUÉ POLÍTICAS TOMARÁ. CUÁLES DEBERÍA ALENTAR.

PANORAMA DE LA ECONOMÍA MUNDIAL: EL LEGADO DE LA CRISIS DE 2008. SITUACIÓN DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DESARROLLADAS Y DEL MUNDO EMERGENTE.

## 7.1 Primera reunión

### Macroeconomía y finanzas

20 de mayo 2015

Participantes: Ricardo Arriazu, Maximiliano Castillo, Marcela Cristini, José María Fanelli, Alfredo Gutiérrez Girault, José María Lladós, José Siaba Serrate y Rodolfo Santángelo.

En el debate sobre la situación de la economía mundial se planteó un cauteloso optimismo para el mediano plazo. En ese sentido, se consideró que la crisis de 2008 fue ante todo una burbuja que explotó y que implicó un escalón de descanso en el crecimiento del PIB mundial medido en términos reales, sin que se produjera una caída sustancial; de hecho, se recordó que el PIB mundial no cae significativamente desde la crisis del 30. Es más: medido en dólares corrientes, el PIB mundial creció casi 7 veces entre 1980 y 2014.

Se ha visto una caída inicial de los países desarrollados (de la cual EEUU está en proceso de emerger) y una desaceleración de los países emergentes. Pero, se argumentó, la caída del PIB en términos de dólares tuvo que ver con una subvaluación del dólar frente a las principales monedas producida entre 2005 y 2011, como consecuencia del diseño de la política monetaria de los EEUU. Esto provocó un cambio en los pesos relativos de las distintas economías en el PIB mundial. Así, entre los años 2000 y 2014, la participación de EEUU cayó de 31,3% a 22,5%; la de la Unión Europea, de 26,2% a 23,3%; y la de Japón, de 14,4% a 6,2%. En cambio, la del resto de mundo pasó de 28,2% a 48% (y la de China en particular de 3,6% a 13,4%). En otros términos, hubo dos efectos confluyentes en esta modificación: la subvaluación del dólar y el mayor dinamismo de crecimiento de los países cuyas monedas se revaluaban.

Desde mediados de 2014 y con intensidad en 2015 las tendencias del dólar cambiaron, y ello se refuerza con una tendencia de menor crecimiento real. Así, en 2015 y medido en dólares, el PIB mundial estaría cayendo 2,4 billones (alrededor de 3%). Caen la Unión Europea y Japón y también el mundo emergente (salvo China): por caso, el PIB de Brasil, medido en dólares corrientes, caería de 2,6 billones a 1,8 billones.

Una proyección a 2030 lleva a ser también cautelosos. Teniendo en cuenta el crecimiento del producto potencial (influido a su turno por el problema del envejecimiento), el PIB en 2030 duplicaría en términos nominales el actual, mientras que en los 15 años previos el crecimiento fue del 150%. Ello se debe, por un lado, a un PIB de crecimiento más moderado del PIB (2,2% anual, 1,6% en UE, 1,0% en Japón y 4,5% en China) y a una tendencia a la apreciación del dólar. Claramente, el crecimiento va a estar en India, Indonesia y Asia; América Latina depende de lo que se haga en términos de política económica en los próximos 15 años.

Pasando a un análisis por país, aparecen algunas cuestiones interesantes en algunas economías, con importantes proyecciones y consecuencias para el futuro. Comenzando por EEUU, cabe preguntarse por qué mantiene déficit de cuenta corriente. Una explicación es que, dado

que el mundo no tiene una moneda internacional de reserva, la economía global necesita dólares para seguir creciendo. La contrapartida de los dólares emitidos por la Reserva Federal y entregados al mundo son los bienes reales y servicios que EEUU importa, o sea, el déficit de su cuenta corriente.

Se sabe que en 2008 EEUU vivía una burbuja de gasto con un moderado déficit fiscal y un déficit privado (defecto de ahorro respecto de la inversión) de alrededor de 4 puntos del PIB. Eso se corrigió dramáticamente en 2009, cuando el ahorro privado llegó a 8,5% del PIB, pero el déficit fiscal trepó a casi 10%. De allí en más, las curvas comenzaron a confluir para llegar en la actualidad a niveles más moderados de déficit fiscal, como ya se dijo, y superávit privado de 2% del PB. En otros términos, inicialmente, al explotar la crisis el sector privado deja de gastar (una suerte de paradoja de la frugalidad), lo que automáticamente genera recesión, aumento del desempleo, caída de la recaudación.

Un saldo que deja este período postcrisis de más alto la histórico nivel de ahorro es una masa de ahorro privado estimado en 7 billones de dólares, 41% del PIB. Este dato es relevante por cuanto modifica los valores de equilibrio del precio de los activos. Si la tasa de interés real fue históricamente 2,5% y la tasa de inflación 3%, arrojando una tasa de interés nominal de 5,5% (todos valores anuales), es probable que los nuevos valores de equilibrio sean 1,5% en el caso de la tasa de interés real, 2% en el caso de la tasa de inflación y 3,5% en el caso de la tasa de interés nominal. Los valores de mediados de 2015, si bien puede debajo de estos, parecen comenzar a buscar un sendero de convergencia. También debería subir, en el caso de las acciones, el *price earning* de equilibrio, hasta que en algún punto los estadounidenses perciban bonos, acciones y también propiedades muy caros y recomiencen a invertir afuera.

La conclusión es que no parece probable que EEUU tenga un problema de burbuja y que, beneficiado por la baja del precio del petróleo, puede seguir creciendo y probablemente liderando el mundo desarrollado, más allá de la pausa del primer trimestre.

En el caso de la Unión Europea, la crisis la encontró relativamente cerca del equilibrio a nivel de la región como agregado, con Alemania y Europa del Norte con superávit y con Grecia y España y países mediterráneos en general en déficit. O sea, los 6 superavitarios contra el resto deficitario.

El aumento en la aversión al riesgo que provocó la crisis en EEUU llevó inicialmente a una caída del gasto privado en la UE y al mejoramiento de la cuenta corriente y, automáticamente, al empeoramiento de la situación fiscal. Como pasaban los meses y la crisis no se producía, la confianza se reinstaló algunos meses (y con ella el gasto), hasta que la crisis de los países PIIGS provocó un baño de realismo y una caída fuerte del gasto.

En la actualidad el superávit externo de la región ronda el 3%, lo que significa que está gastando menos que su ingreso, con la particularidad de que Alemania, con un superávit de 7% del PIB y con equilibrio en sus cuentas públicas, financia al resto del mundo; está claro que par-

te de la solución del problema europeo es que Alemania gaste más, pero ello requiere un rol importante del sector privado.

El PBI de Europa, luego de la caída de 2009, inició una tendencia ascendente, que se interrumpió para muchas economías miembros en 2012 para volver a recuperarse desde fines de 2012/principios de 2013 en la mayoría de los países, con algunos creciendo con mayor firmeza (Alemania) y otros mucho más rezagados (Italia). El resto de los países PIIGS han tenido un desempeño también desparejo: Irlanda y España se están recuperando, mientras que Grecia es un tema aparte.

El problema de Grecia es relativamente simple: gastaba 15% del PIB en exceso a sus ingresos tanto en el sector público como en el sector privado. La gente se jubilaba a los 57 años, tenía un salario mínimo doble del de Alemania y 3 aguinaldos. Un déficit fiscal de 16% del PIB, con una deuda de 130% del PIB, un nivel de gasto público de 54% y un déficit externo de 15% (datos correspondientes al año 2009) conformaban un cuadro que obligaba a una corrección. Los datos a 2014 muestran la magnitud de la corrección y también el peso de los alivios recibidos: el déficit fiscal bajó a 2,7% (con un superávit primario de 1,5% contra el déficit de 10,2% de 2009 (un cambio de casi 12 puntos porcentuales) y un nivel de gasto de 46,3% (un cambio de casi 8 puntos porcentuales) pero con una deuda de 177% del PIB. Pero en el medio de esta corrección fiscal, el PIB griego cayó 26% acumulado entre 2008 y 2013 (la estimación del FMI de crecimiento para 2014 fue de 0,8%), y ello explica los problemas de empleo, sociales y políticos que vivió el país helénico (de paso, obsérvese que el empeoramiento del indicador de deuda tiene dos componentes, el déficit acumulado del período y la caída del PIB).

Para bien o para mal, Grecia se transformó, dentro de los PIIGS, en una suerte de caso testigo, debido a que las condiciones locales eran más complejas que en los restantes países, a pesar de ser uno de los países de menor tamaño económico relativo. Sin embargo, a los tropezones pareció que saldría a costa de un gran esfuerzo de su sociedad, con la ayuda de los diversos y sucesivos planes que se fueron implementando con el monitoreo de las autoridades de la UE, el BCE y el FMI. Como se indicó, el déficit fiscal se contrajo, el déficit de cuenta corriente se revirtió y la economía parecía dejar de caer. Pero en ese momento, paradójicamente, las dudas sobre la viabilidad de los bancos griegos retomaron fuerza, a tal punto que derivaron en la decisión de las autoridades griegas de aplicar restricciones a los movimientos bancarios. Ello agregó combustible a un fenómeno que ya se venía manifestando: la fatiga del ajuste hizo explosión y el proceso cobró una dinámica que concluyó con el referéndum cuyo resultado significó el rechazo de la sociedad a las medidas propuestas por la UE para continuar el apoyo. De allí al default mediaba un paso.

Una visión es que la postergación del estallido tuvo alguna utilidad: sirvió para que los bancos europeos se cubrieran por los activos griegos que mantenían en cartera y disminuyeran su exposición con Grecia. También para que Europa en general se preparara, desde distintos puntos, para una eventual salida de Grecia. Lo que se debatirá en el resto de 2015 y en 2016 es si esas previsiones alcanzan o no. Económicamente hay cierto grado de preparación para una

salida de Grecia del euro, pero el problema político y desintegración, por ser Grecia “el primero que se va” de la UE subsistiría, con efectos imprevisibles sobre otros países.

Es que un aspecto no menor es que los votantes europeos y la intelectualidad europea, especialmente italiana y francesa, ven en Grecia algo que ellos no pueden expresar en su país. Expresan la fatiga del ajuste y la frustración de no poder mantener los estándares de consumo previos a la crisis. En alguna medida, ello explica las tensiones políticas y sociales, el surgimiento de movimientos de protesta y de nuevos liderazgos, y también de demandas de autonomía (que implican una “queja” frente a la cesión de soberanía que implica pertenecer al club de la UE y acatar sus reglas). El voto de las personas refleja el temor a la pérdida de ingresos (caída de salarios y de jubilaciones), pero también el miedo a quedar desempleado y desprotegido. La cuestión más álgida se plantea, obviamente, en los sectores que en mayor medida sufrieron el ajuste y que son los que más “asustados” y enojados están, por caso los jóvenes.

Más allá del resultado del referéndum griego, la opinión pública es favorable al euro, sobre todo cuando se vislumbra la magnitud del costo de ruptura. En otros términos, muchos aspiran a mantener los subsidios, pero no quieren hacer los ajustes. Luego viene el problema político para Europa. Este peligro de desintegración también lo vemos con el referéndum de Inglaterra.

Finalmente, alguna vez habrá que estudiar en detalle el caso de Portugal: sufrió muchísimo, pero hizo un ajuste notable y ahora está en plena salida.

Para completar el análisis del mundo desarrollado se consideró la situación de Japón. Allí el problema es que el sector privado dejó de gastar, por lo que la política fiscal expansiva fue compensada con un aumento del ahorro privado. Y Japón lleva ocho años con su PIB real amesetado, con pequeños avances y retrocesos. El problema de política económica es cómo cambiar la confianza y lograr que el gasto de sector privado se expanda, lo que mejoraría las cuentas fiscales. En el primer trimestre creció 2,4%, lo que superó todas las expectativas. El programa en curso es correcto y se coronaría en tanto una mejora de confianza se traduzca en más inversiones, más consumo y más exportaciones con una transferencia de recursos del sector público al sector privado.

Con relación al mundo emergente, y comenzando por China, entre 2004 y 2010 la tasa de ahorro privado neto fue muy elevada y, combinada con unas cuentas fiscales apenas deficitarias, se tradujo en altos aunque decrecientes superávits externos. En los últimos años, pero debido a las reformas estructurales, el sector privado tiende ahora a gastar menos y el sector público más, mejorando de nuevo su superávit de cuenta corriente.

Pero China tiene problemas más allá de que sean parte de una dinámica natural. Por caso, existe una burbuja inmobiliaria, una expansión crédito al 25% anual que puede considerarse elevada *vis à vis* otras variables nominales y las dudas sobre la solidez del sistema financiero que se suman a problemas de mediano plazo, como el del envejecimiento poblacional. El derrumbe de la Bolsa de China a fines de junio ha sido una señal de que los problemas no son menores.

Finalmente, América Latina. Desde 2009 se observa, a nivel agregado, una tendencia al deterioro, tanto de las cuentas públicas cuanto de las externas de la región: el ahorro privado cae levemente y el ahorro público se derrumba. El deterioro de los términos de intercambio se transforma en un freno potente al crecimiento de la región.

La situación provoca dilemas para la región por los efectos de la devaluación real de su moneda, pero muchos países cuentan con fondos anti-cíclicos y reservas para mitigar e impedir la crisis. Lo que parece difícil que se pueda evitar es que el nivel de actividad económica caiga o se estanque, bajen los ingresos en dólares (porque la región va a seguir devaluando) y que ello tenga implicancias políticas y sociales (por caso, caída de la popularidad de los gobiernos).

### **Tasas de interés, tipos de cambio y precios de materias primas**

Otro aspecto considerado fue la evolución de un conjunto de precios fundamentales para interpretar el marco de referencia para las economías emergentes y, sobre todo, para su futuro en el corto plazo. En ese sentido, se apreciaron comportamientos similares desde 2003 hasta la actualidad, tanto en los precios de los productos energéticos cuanto en los no energéticos, con una mayor volatilidad en los primeros.

También se consideró, en clave comparativa, la evolución del *spread* entre los bonos de los tesoros de EEUU y de Alemania a dos años con el tipo de cambio euro/dólar, observándose una correlación bastante alta, que se rompe desde mediados de 2014 con la revaluación del dólar frente al euro. Aceptando que se trata de un fenómeno principalmente monetario de demanda y oferta (sin desconocer alguna incidencia de factores que corresponden a la economía real), el siguiente punto a considerar es que está detrás de los cambios de demanda y oferta de las monedas en cuestión. Es sabido que, en el corto plazo, se guía por el diferencial de tasa de interés (lo que no estaría ocurriendo en esta coyuntura dado que el diferencial de tasas entre los bonos de Alemania y EEUU no se ha modificado sustancialmente) pero que esta correlación se rompe en momentos de confianza o desconfianza.

En torno a 1,10 dólar por euro, la depreciación del euro excedió lo razonable, considerando que un valor de equilibrio es 1,20, que sería del tipo de cambio que equilibraría los costos laborales unitarios en EEUU y la UE y que sirve como indicador de tendencia. El *overshooting* debe atribuirse a que los agentes económicos actúan en función de expectativas y están anticipando la divergencia entre las políticas de tasas de interés en EEUU (inminente suba de la tasa de la Reserva Federal) y Europa (estabilidad o eventual baja). En ese sentido, es posible que las políticas monetarias, tanto de la Reserva Federal como el Banco Central Europeo, sigan divergiendo en el futuro y que probablemente la divergencia se profundice aún más. Una nota de cautela con respecto a la relación de las paridades de las monedas: debe tenerse en cuenta que ha existido una expansión enorme de la base monetaria en EEUU cuya absorción es un tema no menor. Este hecho, junto con una tasa de interés cercana a 0, es un fenómeno con pocos precedentes que dificulta determinar el tipo de cambio de equilibrio entre las principales monedas del mundo. Hay varios temas en los que no se conoce lo que hay que hacer en términos de política

económica, básicamente porque no pasaron nunca. Por caso, el de los distintos tipos de cambios de equilibrio intra UE: el de España no es el mismo para Alemania ni para Italia, y un euro suficientemente depreciado para hacer competitivos menos sólidos llevaría a que Alemania tuviera que mantener un superávit de 7 puntos del producto de la cuenta corriente indefinidamente, lo que resultaría explosivo.

La sensación predominante es que el fortalecimiento internacional del dólar ha llegado para quedarse un rato y que todavía falta el efecto del aumento de la tasa de interés, que por más que se haya demorado luce inexorable. Y que también llegaron para quedarse los niveles de precios de las materias primas.

La baja en el precio de las materias primas interactúa con los movimientos de los tipos de cambio. En el caso del precio del petróleo, muy influido su descenso por la revolución energética hecha en EEUU, es un hecho positivo que se transmita la riqueza al resto del mundo a través de disminuciones de costos de producción.

Por caso, se estima que el coeficiente de correlación entre tipo de cambio y precios de materias primas es muy elevado, lo que implica que a una devaluación de  $X$  en el dólar sigue una suba cercana a  $X$  en el precio de los commodities. Por ello durante la fase de devaluación real del dólar hubo una burbuja en el mercado de materias primas. Hoy están a la vista las consecuencias. En el caso de los cereales y las oleaginosas se han alcanzado producciones récord en los últimos tres años, con cosechas que superan ampliamente el consumo, lo que deriva en una acumulación de stocks que equivale a al 25% de la producción anual y que demandaría por lo menos dos años volver a llevarlos a niveles normales. En síntesis, no hay condiciones de mercado para que se recuperen los precios de las materias primas, ni por tipo de cambio ni por stock. Por lo tanto, mientras este fenómeno presione la oferta y no se registren novedades climáticas significativas, la recuperación de los precios se demorará.

Para las economías productoras de materias primas agropecuarias, entre las que se encuentran las latinoamericanas en general y Argentina en particular, termina provocando una caída de los términos de intercambio que afecta el gasto doméstico privado y las cuentas. Obviamente, lo que necesita una economía cuando caen los precios de exportación es un tipo de cambio más alto (moneda doméstica más devaluada), pero cuando esos países arrastran una situación estructural de inflación importante por varios años les es difícilísimo aumentar el tipo de cambio y se requiere un diseño de política económica muy complicado.

### **Las perspectivas del comercio internacional**

Repasando las agendas del G20 y la OMC se observa que la OMC tiene reunión ministerial en diciembre de este año y el G20 tiene el Summit en noviembre. Las agendas de ambos eventos no dicen mucho de comercio (aun en la OMC), sino más bien de inversiones.

Si bien se está emergiendo de la crisis de la forma que se discutió previamente, queda mucho trabajo por delante para los próximos años. 2010 y 2011 fueron los años cruciales para retomar el comercio. El mundo lo hizo y además cumplió con varios temas de interés para la agenda del G20, comenzando por que se mantuvo el grado de desglobalización. En 2016, los pronósticos de crecimiento para el comercio real oscilan entre 3% y 4%, y el promedio 1990-2004, de alta globalización, fue de 5,1%.

La situación actual está muy influida por el ajuste de los países emergentes productores de materias primas, que, por tener menos ingresos dada la caída de sus precios, ajustaron por importaciones la capacidad de compra externa remanente. En cambio, los otros países emergentes, los que exportan productos integrados a las cadenas de valor, siguen aumentando sus importaciones y pueden seguir aumentando su integración al comercio mundial. Esta es una de las razones de por qué el eje del comercio internacional sigue moviéndose al Asia, a pesar de que China está cayendo en términos de crecimiento y comercio.

Otro punto interesante en términos de comercio internacional es lo que está ocurriendo con China. Se suele afirmar que China está saliendo a invertir en el mundo, y que lo hace con mayor énfasis que en el pasado. Pero al mismo tiempo, las inversiones que en el pasado recibió China ahora reclaman sus dividendos y esto afecta su cuenta corriente y, en el muy largo plazo, su viabilidad. Como el rendimiento de las reservas internacionales que acumuló China es bajo *vis à vis* los dividendos que debe pagar, asignar parte de esas reservas a inversiones en el exterior que den rendimientos más altos ayuda a balancear la cuenta de servicios financieros de la balanza de pagos en el largo plazo y mitigar ese problema.

En resumen, tres puntos relevantes en este escenario: la globalización sigue, los emergentes asiáticos y del este de Europa se siguen globalizando; las cadenas de valor, a pesar de que disminuyeron su volumen, siguen armadas; y China está saliendo al mundo a invertir fuerte, pero no tiene sólo un sentido geopolítico por detrás sino motivos económicos.

Desde el punto de vista estratégico del comercio, hay otras cuatro consideraciones importantes y preocupantes para realizar, dado que se suman al escenario de salida de la crisis: a) el papel del mundo joven en India y Asia y su impacto en el comercio en esa zona; b) el riesgo de desestabilización política, que vino de la mano de la crisis rusa en el manejo de Ucrania, pero además de una cierta imprudencia de los principales jugadores involucrados (comenzando con la Unión Europea y su invitación a Ucrania para asociarse); c) las implicancias del fundamentalismo islámico como factor de interrupción de los flujos comerciales y de capitales; d) una parte del mérito de que haya reventado una burbuja y no haya caído el nivel de actividad es que hubo una base muy sólida de cambio tecnológico atrás, que se sigue viendo hoy y que dará a cambio buenas noticias en la próxima década. Dentro del aspecto de la globalización hay una pregunta: ¿hay un cambio de paradigma para los *export-led countries*? Con la pérdida de intensidad de la asociación de comercio y financiera entre Estados Unidos y China, cabe preguntarse si no se asiste a un momento en que el crecimiento económico debería pasar por un paradigma diferente, y qué es lo que debería ponerse en el escenario para los países desarrollados.

En ese contexto, los países exportadores de materias primas tuvieron su momento de gloria mientras los precios se mantuvieron altos y hoy deben adecuarse al nuevo contexto, no tan malo dado que, pese a la baja, muchos precios siguen siendo rentables. La diferencia es que hubo países que implementaron políticas sensatas y mejoraron en términos macro respecto de los noventa y otros no; entre estos últimos varios latinoamericanos como, claramente, Venezuela, Argentina y, en menor medida, Brasil.

Si bien quedan cosas por hacer, la buena noticia es que la continuidad domina sobre la disrupción en materia de globalización y comercio. Debe tenerse en cuenta que, en la actualidad, la agenda del G20 está puesta en los temas sociales en vez de los temas de la economía y del comercio.

Por último, el tema de los nuevos acuerdos. Frente a estos nuevos acuerdos, que generan muchas fricciones con China y con Rusia, existe una gran dispersión de opiniones, pero todas aconsejan cautela. La idea de EEUU de empujar mucho los acuerdos con el Pacífico y rehacer su contrato no escrito con China parece difícil de concretar. Habría que incluir esto en la agenda del G20, teniendo en cuenta que no son solo acuerdos comerciales, sino acuerdos sobre reglas de comercio, que tienden a debilitar a la OMC y a irritar a los países que quedan afuera, en especial a Rusia y China.

Un último aspecto es el papel privilegiado de las coaliciones *ad hoc*, realizado en diversos foros internacionales. Esto no habla bien de fortalecer la institucionalidad internacional y en la discusión entre multilateralismo institucional y “*coalitions of the willing*”, ganan los últimos. Si el liderazgo internacional se debilita (riesgo que puede plantearse en el último tramo de la administración de mandato del presidente Obama), resulta difícil alcanzar un escenario institucionalizado y ordenado.

### **Algunos tópicos de largo plazo: demografía, ahorro y comercio**

En el análisis de la cuestión demográfica y sus implicancias en los flujos de comercio y capitales se llegó a distintas conclusiones.

En primer lugar se analizó que la tasa de ahorro está ligada al envejecimiento: los jóvenes ahorran y los ancianos desahorran. La tasa de ahorro de los países emergentes duplica a la de los países desarrollados y, en términos netos, los emergentes financian a los desarrollados. Lamentablemente, la forma de financiamiento implica que de muchos países emergentes salgan capitales por falta de institucionalidad, para luego regresar en forma de inversiones originadas en las economías desarrolladas. Resulta paradójico que los países emergentes con poblaciones jóvenes sean prestamistas de los países desarrollados, con sociedades más maduras.

La estrategia de las economías emergentes de construir defensas contra shocks adversos implica que muchos países acumularon reservas internacionales y esas reservas son de bajo ren-

dimiento. Ello se debe a la falta de institucionalidad internacional que prevea mecanismos de generación de liquidez y que lleva a la adopción de políticas de *self-insurance*. Ello se podría resolver en parte si se pudiera generar, como una suerte de “bien público global”, un prestamista de última instancia mundial, tema cuya discusión se abandonó cuando los países comenzaron a acumular reservas internacionales.

En segundo lugar, un gran ahorrador, que es China, enfrenta una situación demográfica compleja. La cuestión del hijo único no es el único factor que deja una carga sobre la demografía, sino que se ve agravado por las consecuencias de un período de alta mortalidad originado, entre otros motivos, por la escasez de alimentos, que tuvo un impacto de 20 a 30 millones de muertes. El dato relevante es que el boom demográfico en China concluye hacia el año 2025. Dos consecuencias de la caída abrupta de la población son a) el problema previsional y b) un aumento fuerte en la relación capital-producto, que termina provocando la caída de la productividad marginal del capital. Consecuentemente, la sociedad china necesita activos más rentables (por la situación previsional) justo cuando los activos domésticos bajan su rendimiento para adecuarlos a una menor productividad marginal y las oportunidades de inversión en China comienzan a reducirse. De allí que, como se señaló anteriormente, China se ve compelida a invertir en el exterior para buscar mayor rentabilidad.

En el caso de Europa, donde los grandes ahorristas son los alemanes, quienes reciben los préstamos son también países con sociedades maduras como Italia y España. No parece ser el mejor negocio generar 7 puntos del PIB de superávit externo para prestárselo a sociedades maduras.

Considerando América Latina, la situación de Brasil en este tema es compleja por tres razones: a) una baja tasa de inversión, de 17% del PIB; b) un gasto de seguridad social de 11%-12% puntos del PIB; y c) hacia 2030, es decir, en 15 años, entrará en la etapa de envejecimiento: su población crece al 1,8% anual, debajo de la tasa de reproducción (2,1% anual), cuando en el 50 lo hacía al 5,9%, lo que sugiere que hizo un camino parecido al chino sin ninguna política de hijo único. Todo ello cuestiona cómo hará Brasil para crecer en el largo plazo.

Además, Brasil no es el único país de la región en esa situación: Argentina y Uruguay, por caso, tienen un problema parecido. Y la compleja situación macroeconómica coyuntural de los países de mayor dimensión de la región es una complicación adicional.

Argentina en particular está en la etapa del boom demográfico, del que saldría hacia 2035, un poco después que Brasil. Su crecimiento poblacional se mantiene elevado por una suerte de baby boom producido en los setenta y, sobre todo, por las migraciones atraídas por el diferencial de PIB per cápita con las otras economías de la región, y por las políticas de gasto social. De todas maneras, a mediados del siglo pasado la población crecía 3,5% anual, el doble del crecimiento actual.

De todas maneras, debería producirse un redireccionamiento en los movimientos de capitales hacia los países emergentes, para lo cual estos deberían mejorar la institucionalidad; ello les permitiría, por caso, atraer capitales de Alemania.

Un país que se está moviendo del modo correcto en el momento correcto es India: un país joven, está creciendo mucho y son relativamente confiables. Un caso atípico en el mundo desarrollado es Japón: población en baja, aversión a exportar capitales y rechazo hacia las corrientes migratorias.

Es probable que los países desarrollados no tengan otra alternativa, frente a la cuestión demográfica, que subir la edad jubilatoria. En Japón el 10% de la oferta laboral son personas que ya se jubilaron y se mantiene en la fuera de trabajo para mantener su nivel de ingresos renta. Los países europeos están en el mismo camino. Ello puede derivar correcciones abruptas, si no se busca algún sendero de transición.

Finalmente, la cuestión demográfica tiene implicancias extraeconómicas, como es obvio, y en particular geopolíticas. Las proyecciones a 2050 indican que la población va aumentar 2.630 millones habitantes: 2.600 en países emergentes, 30 en países desarrollados. En este segundo grupo se incluye un aumento de 100 millones en EEUU, que serán, en una abrumadora mayoría, latinos. Es decir, EEUU marcha a convertirse en un país latino.

Desde el punto de vista demográfico, los latinos en EEUU y los inmigrantes en Europa son el cambio a futuro en tanto cambian la composición etaria de la población y, por ende, afectan el mix de consumo y ahorro.

Dentro de Europa, Francia superará en población a Alemania, que siempre trae problemas, pero además hay una fuerte proporción de la población de origen musulmán. La dinámica demográfica de las poblaciones se retroalimenta bajo otro fenómeno dinámico, que son las migraciones. Y no debe olvidarse el gran crecimiento que se va a producir en África con población que no va a permanecer en África, como ya ocurre en este momento.

## **América Latina**

Con respecto a la desaceleración de los emergentes, tiene que ver con estos dos fenómenos. Llevándolo a Latinoamérica, está muy clara la división entre Atlántico y Pacífico. En el caso de Brasil, se ve muy claro que va a estar en un escenario de crecimiento muy bajo por un tiempo. Las economías del Pacífico, simbolizadas por Chile, tienen una mayor flexibilidad frente a estos sucesos, tanto en su política fiscal como monetaria y cambiaria.

Pero pese a esta flexibilidad, los países del área del Pacífico pueden verse afectados, en particular si el precio de la materia prima que exporta cada país baja mucho más; los países con mayor diversificación en su comercio exterior estarán menos perjudicados que otros, como Perú y el mismo Chile, con producciones más concentradas en términos geográficos y productivos. Estos países, así como Brasil, tienen que hacer un ajuste interno, por caso, en materia de precios relativos y de sector público, que no son sencillos, y es allí donde la flexibilidad los puede ayudar si las presiones sociales lo permiten. Por ello el dilema es concentración versus flexibilidad, y el tiempo dirá cuál de los dos factores domina.

Algunos países de América Latina no han incorporado todavía en el diseño de su política económica, en particular en sus aspectos fiscales y cambiarios, las implicancias de la revaluación del peso y de la caída de los precios de las materias primas. Por caso, Argentina ha revaluado nominalmente su moneda frente al euro y al real y, en términos reales, también frente a la moneda estadounidense.

Es cierto que para los países importadores de productos energéticos, sobre todo de gas, entre los cuales desde hace pocos años se encuentra Argentina debido a la política energética adoptada, la caída de precio internacional de la energía constituye un shock favorable que neutraliza parcialmente el efecto de la caída de los precios de otras materias primas que exporta.

La caída de los precios del gas y del petróleo es la instancia ideal para que un país con tarifas atrasadas las corrija y las acerque a valores más razonables, y esa sería una opción, por caso, para Argentina, que podría impulsar un programa que baje el consumo de energía a valores razonables para ayudar a su sector externo y fiscal (en este caso suponiendo que el ahorro fiscal que el gobierno obtendría de la caída de precios energéticos será gastado en otras áreas). La política económica no debería desaprovechar la oportunidad que brindan hechos favorables para corregir desequilibrios. Y rezagar el tipo de cambio nominal frente a las monedas de los vecinos que devalúan las suyas y también en términos reales agudiza los problemas.

## **7.2 Segunda reunión**

### **Mercados y finanzas internacionales**

3 de junio de 2015

Participantes: Adalberto Rodríguez Giavarini, Alejandro Dillon, Alfredo Gutiérrez Girault, Carlos Pérez Rovira, Ubaldo Aguirre y José Siaba Serrate.

En el plano de las finanzas internacionales, se considera que los mercados están a la espera de la evolución de la tasa de interés de los Estados Unidos. La FED se muestra cuidadosa. Ha manifestado su intención de comenzar el proceso de suba, pero todavía no observa la reactivación económica con el vigor necesario para dar ese paso crucial. Si el mundo no acompaña, se cree que el aumento de tasas podría demorarse más de lo previsto.

Cuando ello suceda, el ajuste de tasas de interés no va a desplegarse como las subas tradicionales. Se prevé un proceso más suave y benigno. Se estima que, al operar la suba desprovista de vértigo, obrará sin las interrupciones a la economía global que con frecuencia se provocaron en el pasado.

Uno de los participantes afirmó que EEUU ha adoptado una política de evitar crisis. “Prefiere pagar lo que haya que pagar pero evitar los problemas”, señaló. Mantener las tasas bajas per-

mite a los bancos volver a encarrilar sus finanzas. Mientras haya muy baja inflación, desempleo moderadamente elevado y se preserve la apertura del comercio internacional (lo que facilita que la gran masa laboral de China participe de la actividad del mundo desarrollado), la percepción es que no habrá suba abrupta de la tasa de interés ni tan próxima como la FED da a entender en su estrategia de comunicación.

Se afirma que se ha producido un cambio de paradigma en los movimientos del capital global. Hay menos países con excedentes de fondos y menos países con déficit de fondos. Se detecta una economía mundial más estable, con una demanda de capitales menos agresiva y un mercado fluido, con facilidad para conseguir préstamos y financiación. El sudeste asiático y América Latina, que son las regiones que históricamente generaron problemas financieros, hoy están en una posición desahogada. EEUU y la UE han bajado mucho sus niveles de endeudamiento en las áreas problemáticas. En este mundo más estable, la fuente de inestabilidad puede provenir más por la vía de la política que por la economía.

Se enfatiza que la Unión Europea todavía no ha dejado la crisis atrás.<sup>16</sup> Hay países que siguen en problemas, aunque en fase de mejoría, tal es el caso de España. Y otros que están lejos de una solución satisfactoria o, inclusive, al borde de nuevas complicaciones, como es el caso de Grecia. La Unión Europea padece limitaciones políticas que afectan su accionar. Son claras dos dificultades: no puede tomar decisiones rápidas, y no logra conciliar los conflictos de intereses entre los miembros. La crisis fue más dura en unos países que en otros, y ello exacerba las diferencias de agenda y de criterios. La impresión es que, pese a los años transcurridos y a los progresos evidentes, son muchas las asignaturas pendientes. Y su resolución se complica por la falta de coordinación intra-UE.

Se reconoce el esfuerzo de ajuste de los países de la periferia así como la ausencia de avances en otros países que la crisis no maltrató en demasía. Francia “no ajustó ni desajustó”, se dijo. Y el país no reconoce los problemas graves que tiene (inclusive en el plano político con el crecimiento electoral de partidos con ideas extremas). No en el presente, pero sí en el futuro, esto puede gatillar una crisis. Y, a diferencia de lo que ya se ha vivido, no se trataría de un país pequeño, sino de importancia crucial para Europa. Que esta problemática se ignore por completo constituye un riesgo no desdeñable.

En esa inteligencia, rige un consenso unánime en puntualizar que siguen existiendo peligros en la arena internacional, más allá de la recuperación operada en los últimos años.

En el mundo desarrollado sobresale el riesgo de la desinflación –más que el de la lisa y llana deflación–, muy vinculado a la debilidad de la recuperación de la actividad y la persistencia del desempleo en niveles altos. Por eso mismo, si bien la FED planea cambiar el curso de su política monetaria, otros países deben perseverar con las políticas de expansión. Las tasas cero (o nominales negativas) y los programas de relajación cuantitativa (*quantitative easing*) van a con-

16 Recordar que la reunión se celebró con anterioridad al referéndum griego del 5 de julio.

tinuar en la eurozona (y los países nórdicos) y en Japón. Es apropiado que así sea. No obstante, se admite que los resultados de su aplicación intensiva –siendo favorables– son muy inferiores a lo pensado. Y es razonable suponer que puedan producirse efectos secundarios no deseados –daño colateral– que sólo sean visibles al cabo del tiempo. Un interrogante válido es preguntarse si lo que de veras hace falta es una mayor expansión, u otra estrategia alternativa, un diseño de política que, con menos distorsiones, resulte más eficaz.

En cuanto a los países en desarrollo, se destacó la tendencia de China a reducir sostenidamente su superávit externo. En las antípodas, Brasil que ha aumentado su déficit a niveles difíciles de mantener, ha comenzado ya el proceso de ajuste que la realidad aconseja.

La caída del precio de los commodities enturbiará el escenario en el mundo emergente, aunque resultará beneficioso para los países desarrollados –importadores netos de materias primas–, que ganarán espacio adicional para aumentar sus estrategias de estímulo.

Si bien la coyuntura sorprende a los países emergentes mejor posicionados que en las crisis precedentes, se descuenta que van a aparecer mayores complicaciones más adelante. Y se subraya que los ciclos de los precios de los commodities a menudo son cortos en términos económicos pero largos en términos políticos, y ello suele abrir consigo otro frente de adversidades.

En la medida en que el comercio internacional no presenta dinamismo –y los Estados nacionales están diseñando políticas que discriminan en defensa de su producción interna–, se cree que el proceso global de ajuste a esta nueva realidad puede ser más prolongado que lo que se estima a simple vista.

En ese plano, se recalcó que el gran crecimiento de la riqueza en el mundo le debe mucho a la apertura comercial. Es crucial que la apertura se preserve y se consolide, sobre todo para los países emergentes como la Argentina. Se citó, como ejemplo, que la Argentina, para exportar manufacturas agroindustriales a Europa, enfrenta aranceles de alrededor del 80%. El país “no ha hecho absolutamente nada en los últimos años para revertir esto”. Pero, a su vez, el país hace algo similar obstaculizando el acceso a su mercado. “No estamos aprovechando el gran desarrollo agroindustrial que nuestro país podría tener si nosotros abrimos nuestras fronteras, a condición de que la UE y EEUU hagan lo mismo”, se apuntó. Hubo acuerdo en señalar que el mantenimiento de un comercio mundial abierto es fundamental para lograr el equilibrio y un crecimiento saludable a mediano plazo.

Las amenazas son varias. En Europa, por caso, se evidencia un resurgimiento del nacionalismo, que también lleva al cierre de fronteras. Como contrapeso, China tiene una enorme necesidad de que haya un comercio abierto. El gigante asiático tiene gran poder de negociación en la materia, por el hecho de ser uno de los principales acreedores europeos y de los EEUU. Se piensa que ello puede ayudar a los emergentes a la larga, pero no se ven cambios significativos en el corto plazo.

En temas como el petróleo, se piensa que el análisis debería ir más allá de lo económico por ser un tópico clave de la agenda estratégica y geopolítica. Se cree que EEUU va a asegurarse de que prosiga el crecimiento del *shale gas* y el *shale oil*. Si bien la baja abrupta del precio del crudo obligará a tener pérdidas no previstas, las empresas grandes van a seguir invirtiendo; y a un precio como el actual –de aproximadamente 65 dólares el barril–, el negocio del petróleo no convencional es plenamente viable. Ello es relevante también fuera de los EEUU. En la Argentina –por caso– se han encontrado yacimientos muy promisorios y, según información de prospecciones recientes hechas por compañías internacionales, con mejores perspectivas que los mejores que hay en EEUU. Para su explotación a gran escala –lo que requiere enormes inversiones en los yacimientos y en infraestructura básica– será esencial que los precios de la energía se estabilicen y provean un horizonte de mayor certidumbre.

En el campo geopolítico –con una perspectiva amplia– se advierte la prevalencia de un multipolarismo desordenado. En los hechos rige una cierta “democratización” en la que ningún jugador marca el rumbo a voluntad. Nadie dirige el mundo a su arbitrio. Pero, a su vez, cada jugador –aun los que podrían parecer menos importantes– puede convertirse en un escollo insalvable e imponer su punto de vista discrecional en un área de influencia restringida. La Rusia de Vladimir Putin (un país miembro del G20) se empara, rompe las reglas, avanza sobre Ucrania y no puede ser obligada a retrotraerse. Rusia tiene la llave de la provisión del gas a Europa y, pese a las sanciones, puede salirse con la suya. Es verdad, el petróleo no convencional, el boom del *shale*, le ha bajado el perfil amenazante al mundo al proveer una oferta alternativa abundante de combustibles que se pueden explotar lejos de las zonas geopolíticas “calientes”. A la postre rige un equilibrio de facto. Putin no puede cortar con Occidente. Y Occidente no puede cortar con él. Y en esa realidad de dos caras, de mutua dependencia, se asienta la convivencia.

En las finanzas, no hay un FMI dueño y señor como en el pasado. Los problemas de la *troika* con Grecia, un país pequeño, son un reflejo del nuevo orden. El problema de fondo es que no hay coordinación entre los 3 + 1 –Estados Unidos, Japón y Europa + China–, salvo en el caso extremo de una situación crítica. No hay un claro liderazgo para la construcción de una nueva arquitectura financiera porque las diferencias de criterio son muchas, y no hay urgencias que presionen y favorezcan la adopción de una posición común.

En términos de la arquitectura financiera hoy vigente, existe unanimidad en considerar que la crisis tampoco ha sido superada. Controlar la crisis en su momento de mayor virulencia demandó romper con el principio de *moral hazard*, instaló la percepción (y la realidad) de que las ganancias son privadas mientras que cuando las pérdidas son cuantiosas, las mismas se estatizan. La heterodoxia de la respuesta de política económica que convirtió a las autoridades en “bomberos monetarios” para rescatar el valor de los activos financieros llevó a la aplicación de tasas de interés nominales cero, o negativas, y su mantenimiento hasta el presente plantea interrogantes acerca de cómo (y cuándo) emprender el regreso a la normalidad, y cómo enfrentar los eventuales efectos adversos. Banqueros y reguladores cometieron gruesos errores (cuando no defraudaciones, como en el caso Madoff) y no está claro que, bajo la nueva normativa, ello haya cambiado. Es verdad que la regulación se modificó con ese propósito en mente, pero falta aún proceder a la implementación real de los cambios. Se coincide en que se necesitan instituciones

financieras más fuertes y mejor capitalizadas, pero no se sabe cómo operarán en el nuevo contexto cuando termine de cristalizarse.

No hay desconfianza actualmente sobre la salud de los bancos. No se piensa que haya problemas sistémicos (aunque sí puede haber problemas puntuales). En todo caso, estos problemas van a generar más oportunidades de negocios que daños. Los bancos ingleses que han sido estatizados –por ejemplo– y que todavía permanecen en dicha órbita volverán, tarde o temprano, a manos del sector privado.

Hay que ser conscientes de que en la agenda actual se discute un tópico con muchas implicancias financieras que ha ganado espacio: es el tema de los paraísos fiscales y del dinero no declarado. Aquí se cruzan los temas del dinero evadido a los fiscos y del lavado de dinero mal habido. En este terreno también hay estándares dobles. EEUU tiene un claro propósito fiscal y un claro propósito de combatir el terrorismo, y el tráfico de drogas y de armas. Menos interés tiene en indagar si las colocaciones de los no residentes en sus bancos han infringido la legislación impositiva de sus países de origen. Su accionar tiene, pues, una finalidad fiscalista y de *fundraising*. Y detrás de ello hay también una visión geopolítica. El resultado final puede ser que EEUU convierta a Delaware en un centro *off-shore* principalísimo. En la medida en que el panorama cambia en los centros financieros que tradicionalmente cumplieron ese rol –como Suiza, Luxemburgo o Liechtenstein–, un domicilio en Delaware gana en atractivo si se cree que es una plaza intocable.

EEUU quiere seguir atrayendo capital, y ataca a los pools no declarados fuera de su jurisdicción. Pero ello requiere moderación porque esos pools, a su vez, suscriben notas y bonos del Tesoro de EEUU. Ese es el poder de fuego que tiene China. Uno de los asistentes señaló: “Un día, China se va a sentar con EEUU y le va a decir: ‘Esta es mi asignación de portafolio’”. EEUU está mostrando que tiene cierta concesión hacia China permitiéndole un rol más activo como *player* financiero, no interfiriendo con el proceso de internacionalización del yuan, criticando algunas iniciativas como el Banco de Inversión e Infraestructura pero sin ejercer presión sobre los países que han resuelto formar parte de él.

En rigor, no es tanto que EEUU lo tolere como que los chinos lo imponen. A la manera de hechos consumados. Y ocupando vacíos, en áreas y momentos sensibles, en una estrategia no desprovista de audacia y agresividad.

Volvamos, por un instante, al mundo precrisis. ¿Se imaginaban los expertos que alguien podía reemplazar a EEUU (y a las instituciones de Bretton Woods) en su rol de prestamista de última instancia en América Latina (o África)? Respuesta: *may be*. ¿Y que fuera reemplazado por un país no occidental? Nadie lo hubiera juzgado viable. China ha inyectado más de 50 mil millones de dólares de financiación a una Venezuela en crisis bajo parámetros muy diferentes a los convencionales. No rige la condicionalidad usual del FMI –ni compromisos de política económica que apunten a corregir desequilibrios macro–, sino la exigencia de garantías a satisfacción de China. ¿Cuál es la diferencia con un acuerdo con el Fondo? El FMI pediría como precondiciones:

equilibrio fiscal y un programa monetario prudencial. Los chinos vienen y dicen: “Ese es su problema, hagan lo que quieran. Yo les presto. Los activos que me garantizan son estos y estos”. Son dos mundos diferentes, otra transparencia, dos condicionalidades muy diferentes.

China es consciente de que sus activos líquidos son susceptibles de erosión. Lentamente – pero sin pausa– está recanalizando parte de dichos recursos hacia activos reales. Hay un carácter estratégico en muchas de las decisiones. No piensan quizás en términos de economía de mercado y de rentabilidad inmediata, sino que piensan en el control y el manejo de esos activos, impregnados por una visión socialista del mundo en la que no importa tanto el precio como la propiedad. En la medida en que algunos de estos activos no sean replicables –el acceso a suministros de materias primas en exclusividad o en condiciones muy favorables, la construcción y el control de redes de infraestructura y logística que impidan o restrinjan la competencia–, la rentabilidad puede venir por añadidura en el largo plazo.

Una de las secuelas preocupantes de la crisis es la generación de una mayor tensión y conflictividad sociopolítica. Y ellas se acentúan con la inequidad creciente entre agentes macroeconómicos. El aumento de la riqueza mundial se ha concentrado en pocas manos. El factor trabajo ha sido muy golpeado por la crisis, y las condiciones laborales van a la zaga de la recuperación. Este es un problema que debe corregirse, y es un tema que no se está discutiendo con los mejores argumentos ni por las mentes más preclaras.

En ese marco, se detecta un predicamento en alza de políticas desaconsejables –como el populismo– que tienden a dar respuesta a las inquietudes de una manera disruptiva desde lo económico, pero quizás eficaz como herramienta de inserción de nuevas voces en el mapa político. La referencia local –a las experiencias argentinas de 1945 y 2001– viene a cuento a modo de ilustración. El ascenso de Syriza al gobierno en Grecia y el crecimiento de Podemos en España en las últimas elecciones reflejan esa dinámica de cambio. Y esos actores, que ya no son meros espectadores a la vera del teatro de los acontecimientos, están tomando decisiones y ejercen influencia (con frecuencia por carriles muy distintos de los tradicionales). En ese marco, por ejemplo, ¿podemos tener la convicción de que Grecia y su situación delicadísima van a ser administradas sin producir daños mayores (e innecesarios)? Cómo estar seguros.

Cómo último tema de análisis se planteó el interrogante de la inserción de la Argentina en la economía mundial y en los circuitos de las finanzas internacionales. Y, en ese último ámbito, cómo proceder a la normalización de la deuda. El consenso es que la Argentina debe proponerse una integración más decidida, de manera de poder aprovechar mejor las múltiples oportunidades que se le ofrecen. En ese sentido, se requiere resolver la disputa con los *holdouts*, lo que, a su vez, demandará un esfuerzo de negociación en los tribunales de Nueva York en el juzgado de Thomas Griesa. El primer paso será regularizar la situación de desacato.”Hay que negociar de buena fe, pero firme”, se coincidió. Uno de los participantes señaló que se debe examinar el negocio que hicieron los *holdouts* –y su comportamiento– como parte del proceso que permita arribar a un acuerdo. Hay que ir con una estrategia de decir “voy a negociar de buena fe, voy a pagar, pero vamos a ver el negocio que hizo esta gente”. La discusión requiere un equipo de abogados, pero también de banqueros.

Uno de los participantes afirmó: “La política ha fracasado, nuestra crisis es política. Lo que faltan son partidos nacionales que apoyen una posición crítica. Y que se discuta en el Congreso”. En la campaña electoral sobresale una tendencia llamativa, la de negar las falencias de la situación económica, y la necesidad de introducir correcciones que, se estima, serán inexorables. “Se niega el ajuste”, se dijo, y “se sostiene un populismo salvaje que pretende pasarles a las próximas generaciones un país destruido”. Se entiende, por el contrario, que la economía requerirá soluciones problemas como las distorsiones de precios relativos, los niveles récord de subsidios, el atraso de tarifas y cambiario. La idea de acceder a un financiamiento que permita esquivar esa necesidad luce como peregrina. “No va a haber lugar para un financiamiento adicional que alcance para cubrir otros cuatro años de expansión del gasto”, se apuntó.

Si se piensa que el déficit fiscal de herencia orillará los 8 puntos del PBI anuales, que un eventual arreglo con los *holdouts* aumentará la colocación de deuda, tampoco existe un espacio holgado para pensar en un enfoque gradualista de las correcciones. Cuando se defina el ganador de las elecciones, hubo amplio consenso en ello, se precipitarán las definiciones.

Un cambio de rumbo estratégico comunicado con claridad y rapidez será esencial para atraer inversiones que corran en paralelo con el ajuste macroeconómico y faciliten la transición. A pesar de la gran incertidumbre reinante, y de la levedad de los programas económicos esbozados en campaña, se confía en que la Argentina ensaye un giro más amigable hacia los mercados y los negocios, y ello abre la posibilidad de generar una recuperación significativa de la inversión. “Con un marco razonable, hay muchas empresas del sector privado, nacionales e internacionales, que ya han anticipado su interés por invertir”, se afirmó. Por supuesto, el cepo cambiario deberá levantarse, con mayor o menor premura, para que los proyectos puedan concretarse a gran escala. Áreas como el petróleo y gas, la minería y la agroindustria son las preferidas de los potenciales inversores, conforme surge de las consultas y las iniciativas específicas actualmente en análisis.

La Argentina debe cerrar una brecha que se abrió por culpa de una política económica hostil: siendo el tercer PBI de América Latina, registra apenas la sexta entrada de inversión extranjera directa en la región. Hay un déficit de inversión acumulado, y empresas –que no han participado del mercado local o no han hecho sino mínimos gastos de capital– que estarían dispuestas a recuperar parte del tiempo perdido. “Hay jugadores importantes que quieren comprar *market share*”. Los precios de las compañías argentinas son bajos en comparación con sus pares de América Latina, y se observan muchas oportunidades.

Otro rasgo importante es la doble hoja de balance que tienen las compañías y las familias argentinas como “colchón” de ahorros sin aplicación rentable, y que podrían regresar al país si mejorasen la confianza y la calidad de la administración económica. La “escasez de dólares”, que el cepo sólo ha agravado, es toda una paradoja cuando se repara en los fondos acumulados en el exterior (o dentro del propio país pero por fuera del circuito económico). En ese sentido, hubo unanimidad en considerar que el próximo gobierno, no importa quién lo presida, diseñará un amplio blanqueo de capitales en el tramo inaugural de su gestión.

En esas condiciones, otro déficit a remediar con presteza tiene que ver con el mercado local de capitales. “Hay que relanzarlo”, se coincidió. Su rol será crucial para canalizar el ahorro que se desee repatriar, o los fondos frescos que lleguen de inversores extranjeros de portafolio. Hay una necesidad imperiosa de crear y ofrecer nuevos vehículos para atender la demanda potencial. Se citó el ejemplo de Perú como un modelo a seguir, factible de replicar con éxito. Desde ya, no habrá resultados mágicos. La credibilidad del país ha sufrido por sus políticas erráticas, y dar vuelta esa percepción requerirá un desempeño consistente a lo largo del tiempo (y no podrá basarse únicamente en el arbitraje actual entre los altos rendimientos que prometen los activos argentinos y la media obtenible en activos similares en los países vecinos).

En los últimos años, ante el fracaso de otras alternativas, el Gobierno debió apelar a una alianza estratégica con China que, más allá de las condiciones financieras acordadas, logró movilizar una corriente de inversión no desdeñable. La relación económica con China es un camino de ida, en el que no se advierte la posibilidad de una marcha atrás. Pero tampoco se considera apropiado que estos negocios operen en un cono de sombras en lo referido al marco de obligaciones y compromisos que los rigen. Con China, la Argentina debe desarrollar una política de Estado que pueda conocerse en detalle y mantenerse en el tiempo. Después de todo, las relaciones bilaterales son de larga data (el presidente Alejandro Lanusse fue quien las inició cuarenta años atrás). La objeción no es el relacionamiento comercial y financiero, ni su expansión vibrante, sino que los acuerdos con China suelen ser tácitos y sin un documento de conocimiento público que los respalde. Satisfechos esos requisitos básicos de transparencia y, de esa manera, clarificado y resguardado el interés nacional, se estima que la relación con China será de mutuo provecho, y tiene grandes perspectivas de profundizarse en los años venideros, independientemente del color político de los gobiernos de turno.

## 7.3 Tercera reunión

### Infraestructura

19 de junio de 2015

Participantes: Julieta Abad, José A. Barbero, Jorge Forteza, Alfredo Gutiérrez Girault, Raúl Katz, José María Lladós y José Siaba Serrate.

El presente trabajo analiza en forma sucinta la situación de la infraestructura (de transporte, energía, agua y telecomunicaciones) a nivel global, revisando la perspectiva que ha adoptado el G-20 sobre el tema mediante el lanzamiento reciente de su Iniciativa Global de Infraestructura (IGI) y la creación de un Hub Global. Presenta también reflexiones sobre la incidencia del cambio climático en la agenda de la infraestructura a nivel global. Posteriormente, el informe repasa la condición y el desempeño de la infraestructura en América Latina, caracterizando los principales desafíos que enfrenta cada sector e identificando los temas clave de una agenda estratégica. Luego considera algunas particularidades de la infraestructura en Argentina, de manera de reconocer los principales retos para los próximos años.

Finalmente, algunas reflexiones que surgen de comparar el enfoque del G-20 con las necesidades de la región. Se analizan cuatro temas, sobre los que se presentan conclusiones y recomendaciones:

- Respecto de la propuesta de reducir las brechas de información, se concluye que coincide plenamente con las necesidades de la región, donde éstas son más pronunciadas en unos sectores (agua, transporte) que en otros (energía, telecomunicaciones).
- En cuanto al potencial de la participación privada en la inversión en infraestructura, se señalan algunos obstáculos a tener en cuenta (escasez de proyectos financiables con los procedimientos de project finance tradicionales, cambios en las regulaciones que limitan a los bancos comerciales) y se sugiere impulsar mecanismos e instituciones para la gestión de los riesgos, tales como garantías y otros procedimientos de mejora crediticia, y la promoción de bonos de proyectos. También se sugiere capitalizar la amplia experiencia acumulada sobre éxitos y fracasos en la participación privada en infraestructura, orientando la inversión privada hacia aquellos nichos en los que ha demostrado ser viable y conveniente.
- Se destaca la necesidad de articular en forma más explícita la IGI con la agenda del cambio climático, que incidirá sensiblemente en la infraestructura tanto por la mitigación en la emisión de gases de efecto invernadero como por la adaptación y la resiliencia de las redes y servicios, con la economía baja en carbono y con los criterios de sostenibilidad en general.
- Se resalta la conveniencia de enfatizar el fortalecimiento de las instituciones como una condición necesaria para la productividad social de los recursos que se asignen a la infraestructura.

## HACIA UNA NORMALIZACIÓN POSIBLE

### El G20 y la construcción de consensos en una economía mundial divergente

Un mundo caracterizado por un ciclo económico internacional carente de sincronización, con una coyuntura en la que el desempeño de las economías en desarrollo se debilita, con fuerzas que apuntan en direcciones enfrentadas (y reclama decisiones muchas veces antagónicas), multiplica las encrucijadas. Ello exige visión de conjunto y obliga a cada una de las partes a hacer gala de conocimiento y prudencia recíprocos.

En esa inteligencia, el G20 es la mejor plataforma para compartir información de primera fuente y el mejor foro para una discusión de los problemas existentes y para la construcción de consensos, evitando fricciones y, cuando no se pudo evitarlas, explorando alternativas de solución que propendan al crecimiento de la economía mundial y del comercio. El G20 es una institución que –a la manera de una argamasa flexible– permite salvar grietas y falencias en esa tensión latente que habilita un fenómeno de globalización que preserva –en sus bases de cimentación– la dualidad entre lo nacional y lo global.