

LA CRISIS INTERNACIONAL Y SUS EFECTOS SOBRE MERCADOS EMERGENTES: REPASANDO LOS MANUALES

Ernesto Gaba

INTRODUCCION

Desde la crisis internacional del año 2008 se perfila un cambio en la economía mundial y en las políticas económicas aplicadas para superarla. USA y Europa aplican políticas fiscales y monetarias muy expansivas, incluyendo rescates de entidades financieras. **Estas políticas resultan necesarias en los países desarrollados cuando en el pasado fueron el pecado de las economías emergentes**, las cuales ahora son más virtuosas por presentar mayor solvencia fiscal y crecimiento.

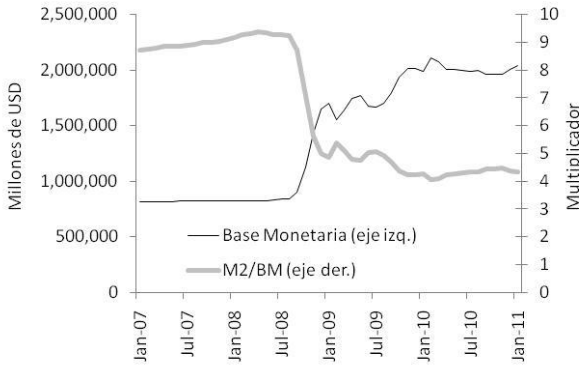
En este artículo tratamos de entender las causas de este cambio, analizando tres aspectos: la gradual salida de la crisis en USA, el comportamiento de las economías emergentes y, finalmente, el posible realineo de las monedas mundiales.

1. LENTA SALIDA DE LA CRISIS

USA enfrentó inicialmente la recesión con una política fiscal expansiva (aumento de gasto público) y una política monetaria de crecimiento de la base monetaria y baja en la tasa de interés de los fondos federales. Agotada la política fiscal, el déficit trepó al 8.9% del PIB y la deuda pública alcanza al 93% del PIB, continuó la política monetaria de expansión de la cantidad de dinero con el objetivo de mantener baja la tasa de interés de los Bonos del Tesoro.

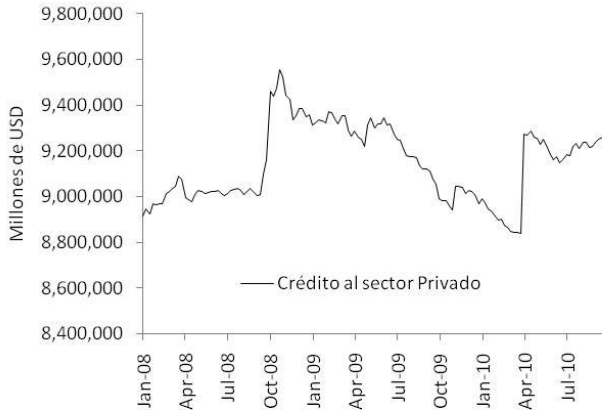
El impulso monetario (Gráfico 1a) aún no se traduce en mayor crédito al sector privado (Gráfico 1b), ya que la base monetaria se duplica, pero el multiplicador disminuye a la mitad. Es decir, el aumento de liquidez del sistema va principalmente a reservas de los bancos por aversión al riesgo e insuficiencia de demanda.

Gráfico 1.a EEUU: Base Monetaria y Multiplicador



Fuente: Bloomberg

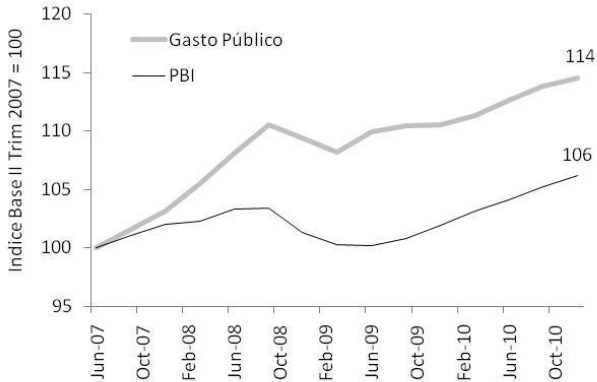
Gráfico 1.b EEUU: Crédito bancario está estancado



Fuente: Bloomberg

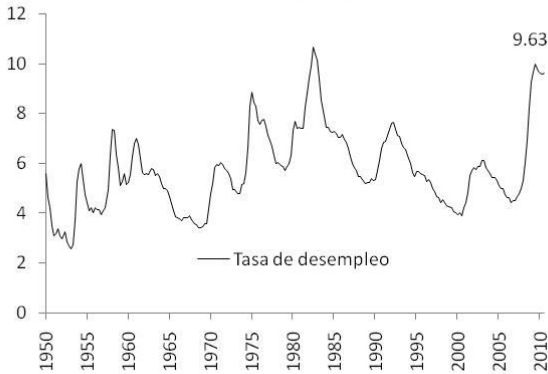
De todos modos las políticas expansivas permitieron una mejora del PIB que recuperó el nivel alcanzado hace 3 años con mayor participación del gasto público (Gráfico 2a), pero la tasa de desempleo sigue cercana a los máximos históricos (Gráfico 2b)

Gráfico 2.a PBI sostenido por el gasto público



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2.b Tasa de desempleo cerca de máximos históricos



Fuente: Bloomberg

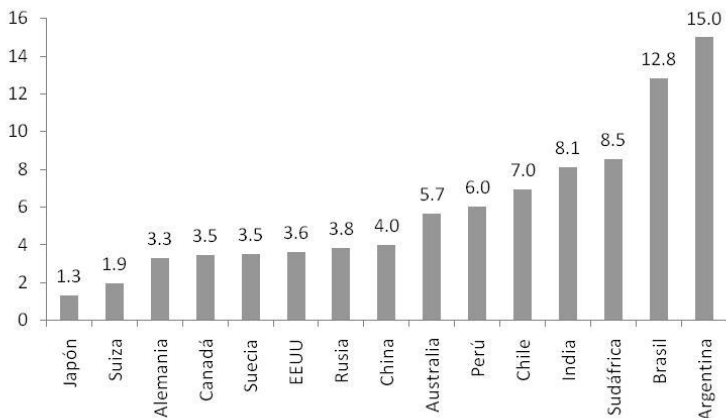
La recuperación lenta del empleo plantea un dilema: que la brecha de producto sea positiva, pero la de desempleo continúa siendo negativa. En este escenario la FED enfrentaría restricciones políticas para subir la tasa de interés y es probable que primero se registre inflación y recién después la FED suba la tasa de interés.

2. EFECTOS EN LAS ECONOMIAS EMERGENTES

El entorno internacional las afecta por varios canales. Esto es, una suba en el precio de las materias primas debido a la debilidad del dólar, aumento de las posiciones especulativas y mayor demanda mundial de alimentos. Esta mejora en los términos del intercambio contribuye al superávit de la balanza de pagos.

Además, las tasas de interés son más altas en países emergentes (Gráfico 3) porque tienen mayor inflación y también sostienen el tipo de cambio (acumulando reservas), lo cual alienta mayores entrada de capitales. Tratando de romper este círculo vicioso, algunos países acuden al control de capitales.

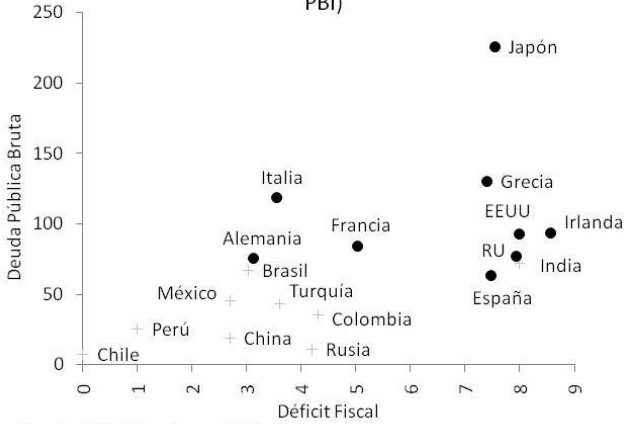
Gráfico 3 Nivel de tasa en moneda local de bonos a 10 años



Fuente: Bloomberg

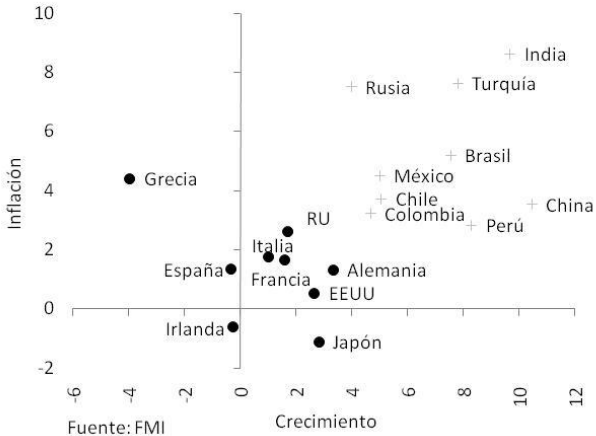
En tercer lugar, existe un cambio en las fundamentales que favorecen a los países emergentes que presentan mayor solvencia fiscal (Gráfico 4) y crecimiento (Gráfico 5). Cabe destacar que Argentina tiene alto crecimiento pero no aparece en el Gráfico 4 porque su tasa de inflación del orden del 25% anual está fuera del rango.

Gráfico 4 Deuda Pública y Déficit Fiscal (como % PBI)



Fuente: FMI - Eloomberg - JFMorgan

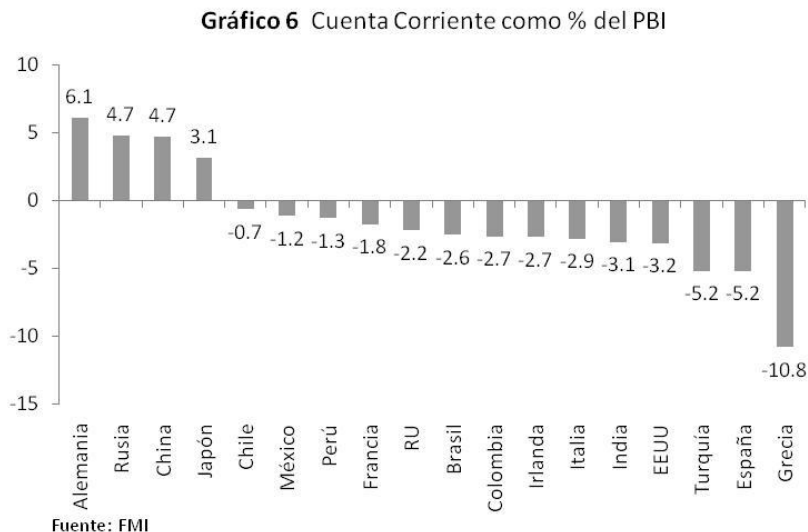
Gráfico 5 Inflación y crecimiento 2010



Fuente: FMI

3. REALINEO DE LAS MONEDAS MUNDIALES

El manual de economía sostiene que los países con superávit (déficit) en cuenta corriente deben apreciar (depreciar) sus monedas. El Gráfico 6 ilustra la situación mundial frente a este principio de ajuste del tipo de cambio.



En la zona del Euro la asimetría es manifiesta: Alemania, con 5% de superávit en cuenta corriente requiere un euro fuerte, pero los países periféricos con déficit en cuenta corriente, por ejemplo Grecia con 12% del PIB o España 4%, necesitan un euro débil. Esta divergencia dentro de la zona euro debería resolverse mediante ganancias de productividad en las economías con déficit externo. Además, la presencia de una moneda común fue posible porque los países miembros cedieron su soberanía monetaria, pero aún tienen políticas fiscales independientes que llevaron a niveles de déficit fiscal y de deuda pública muy elevados, principalmente Grecia, Irlanda, Portugal y España.

China tiene un importante superávit, del orden del 5% del PIB, pero aprecia lentamente su moneda para mantener la fuerte absorción de empleo por el sector industrial. Por otro lado, Japón tiene superávit externo y aprecia su moneda, lo cual resulta una contradicción para un país que hace 20 años se encuentra en recesión.

Estados Unidos registra déficit en cuenta corriente y la tendencia es a la depreciación de su moneda, pero se trata de una moneda que se usa como reserva de valor mundial y en episodios de crisis internacionales el dólar se fortalece por vuelo hacia la calidad.

En los países emergentes, Argentina se destaca por su superávit en cuenta corriente, originado por la productividad del sector agropecuario y los elevados términos de intercambio. En consecuencia el peso debería apreciarse pero el BCRA sostiene el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio real disminuye mediante una inflación más alta que sus socios comerciales. Otros países latinoamericanos, como Brasil, Perú y Colombia, también se benefician los por altos precios de las materias primas y sus déficit en cuenta corriente son más que compensados por la fuerte entrada de capitales, presionando a la apreciación de sus monedas.

En resumen, prevalece un ajuste lento en las paridades entre monedas mundiales lo cual también hace lenta la corrección de los desequilibrios en las cuentas corrientes de la balanza de pagos. Aún así, la tendencia a mediano y largo plazo es hacia una apreciación de las monedas de países emergentes con alto crecimiento, superávit de cuenta corriente y/o fuerte ingreso de capitales, llevando principalmente a una menor participación del dólar como moneda de reserva mundial.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Barclays Capital (2010): "Advanced Emerging Markets: Myth and Reality". Emerging Markets Research, April, 13 th.

Gaba E (2008): "Impacto de la Crisis Internacional en Argentina". En Impactos de la Crisis Financiera Internacional en la Argentina. Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires. Volumen 1, 15/12/2008.