

# €QUAL

**PIIGS la eurozona en  
terapia intensiva  
La receta argentina que  
podría ayudar**

**Pablo Tigani**

**EDITORIAL DUNKEN**





**€QUAL**



**EUGENIO PABLO TIGANI**

# **€QUAL**

**¿ARGENTINA = EE.UU.?**

**(\$ 1 = US\$ 1)**

**(PIIGS)**

**¿Portugal, Irlanda, Italia,  
Grecia, España = Alemania?**

**(1 € Griego =1 € Alemán)**

**EDITORIAL DUNKEN**

Buenos Aires

2011

Tigani, Eugenio Pablo

Equal.

1a ed. - Buenos Aires: Dunken, 2011.

304 p. 16x23 cm.

ISBN 978-987-02-5508-6

1. Economía. 2. Política Internacional. I. Título.

CDD 327.1

Impreso por Editorial Dunken  
Ayacucho 357 (C1025AAG) - Capital Federal  
Tel/fax: 4954-7700 / 4954-7300  
E-mail: [info@dunken.com.ar](mailto:info@dunken.com.ar)  
Página web: [www.dunken.com.ar](http://www.dunken.com.ar)

Hecho el depósito que prevé la ley 11.723

Impreso en la Argentina

© 2011 Eugenio Pablo Tigani

e-mail: [pablo.tigani@hacer.com.ar](mailto:pablo.tigani@hacer.com.ar)

ISBN 978-987-02-5508-6

## PREFACIO

Antes del default de 2001, el FMI despilfarró miles de millones de dólares, y no logró salvar la economía argentina. Con ese antecedente, el enorme paquete de ayuda que dispuso el Comité Europeo para asistir a los países con dificultades, puede ser infructuosamente invertido.

Resulta interesante estudiar la experiencia Argentina, identificando semejanzas con los denominados países PIIGS<sup>1</sup> en Europa, para recoger lecciones, en un mundo que se parece demasiado al que vivieron los argentinos antes y después del default.

Comparando ambos casos, llegaremos a la primera y más importante conclusión, que los pueblos y naciones (Argentina y los PIIGS) son los principales damnificados de todo desaguado tecnocrático y político.

En el tercer trimestre de 1998, Argentina inició una implacable recesión que no se detuvo por 16 trimestres consecutivos, completando el cuadro –entre Marzo de 2001 y Noviembre del mismo año– con una situación financiera insostenible, donde los depósitos se reducían en caída libre. Por último el gobierno declaró una especie de confiscación de depósitos bancarios, medida tristemente célebre, denominada “**el corralito**”, que bloqueaba la extracción de los depósitos a la vista y a plazo fijo.

### **Argentina daba manotazos de ahogado**

Dada las severas restricciones de financiamiento externa e interna y, la necesidad de cubrir el déficit fiscal, más las amortizaciones de la deuda, surgía la necesidad de crear “**la regla de déficit cero**”. Esta estrategia fue

<sup>1</sup> Sigla: Portugal, Italy, Ireland, Greece, Spain.



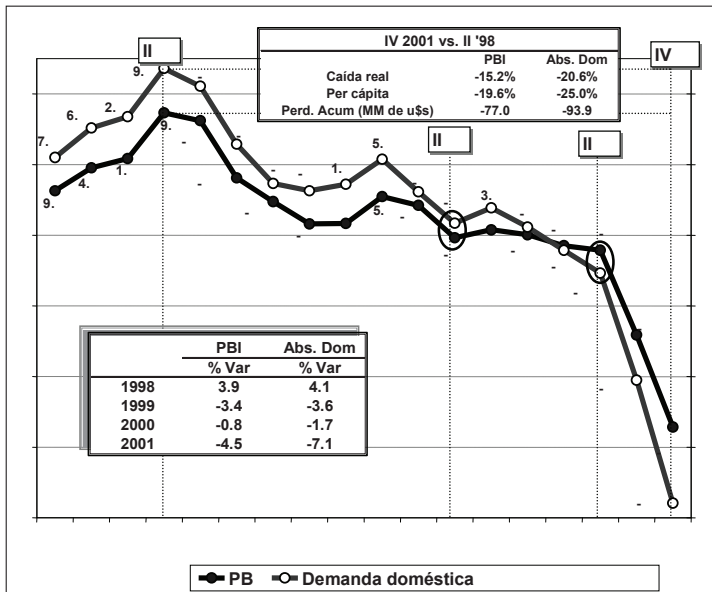
complementada con la utilización de parte de la ampliación del préstamo del FMI para una reestructuración voluntaria de la deuda de u\$s 8.000 MM. El Banco Central daría créditos por 500/600 millones de pesos/dólares, se rebajaría el IVA 3% para pagos de tarjetas de crédito, y estos serían los dos pilares para restituir la confianza necesaria que bajaría el riesgo-país y cambiario, para que volviera parte de aquel 15% de los depósitos que se había fugado antes del acuerdo con el FMI. No se absorberían recursos en el sistema financiero local, para restaurar el crédito al sector privado, la mayor oferta de crédito a tasas más bajas permitiría expandir el gasto en consumo e inversión, recuperar la confianza para poder volver a los mercados voluntarios de deuda, y con ello se iba a gatillar, en la visión oficial, un círculo virtuoso de mayor financiamiento, menor riesgo país, menores tasas, mejores expectativas, mayor gasto agregado. A partir de allí llegó la renegociación de deuda Nacional y Provincial con tenedores locales de bonos. (Fondos de pensión y bancos), con un ahorro por amortización e intereses de u\$s 979 MM en 2001, más u\$s 4.789 MM en 2002. Luego llegaría una estrategia conjunta con Brasil para una reestructuración unida de la deuda externa para poder cumplir con el déficit cero. Habría también un canje de deuda provincial, a cambio de reducir transferencias de 30/35% que bajarían a 20/25% con un periodo de gracia, con un ahorro de u\$s 2.900 MM en 2002. El canje con los fondos de pensión reducía las erogaciones de 20/25% en 7%, con un ahorro de u\$s 767 MM en 2002, acompañado de Ley para evitar juicios. También se preparó un canje de deuda para bancos locales, a través de bonos pagaré que capitalizarían intereses y alargarían plazos hasta fines del 2002.

La crisis financiera y de confianza por la que atravesó Argentina en Julio-Agosto de 2001, tuvo un claro impacto negativo sobre el sector real de la economía. La mayoría de los indicadores parciales como producción y ventas de autos, producción industrial, construcción, ventas minoristas, y demanda de empleo, entre otros, cayeron abruptamente durante Agosto, sin que hubiese titubeos o vuelta atrás de las medidas por temor a una segura profundización en la caída de la actividad. Sucedió un derrumbe abrupto del producto en el tercer trimestre de (-2.8%)

año contra año, en la serie con estacionalidad y de (-3.1%) trimestre contra trimestre, equivalente a (-12.0%) de tasa trimestral anualizada en la serie ajustada estacionalmente. Así las cosas, está sería no sólo la mayor contracción del 2001 en términos interanuales, sino que además, en la serie desestacionalizada de los últimos 10 años la merma sería comparable a las registradas en el segundo trimestre de 1995 durante el efecto Tequila, y del primer trimestre de 1990 durante la crisis hiperinflacionaria de principios de los noventa.

*En Grecia, Irlanda, Portugal, España, Italia;* el FMI vuelve a apoyar una política económica contractiva, cometiendo el mismo error que ya había consumado en Argentina. Cualquier economista puede entender que las políticas contractivas alientan la recesión y que al final, los objetivos presupuestarios no se logran. Rara vez se recupera la confianza cuando una economía cae en recesión y el desempleo es de dos dígitos.

Así se fue afectando el PBI y la absorción domestica, de la Argentina con déficit gemelos, hasta que colapsó.



Quizá Suharto, Pinochet o Videla podían acallar los disturbios sociales y políticos con los resultados conocidos; pero en democracia eso no es posible ni deseable, aunque ya hubo muertos en Grecia, es de esperar que en Europa no se pueda llevar a cabo una estrategia con semejante sufrimiento.

## CONSIDERACIONES Y RECOMENDACIONES CLAVES PARA EL ACONTECER DE EUROPA

1. Si Grecia en 2009 adulteró –ocultando 10 puntos del PBI– su déficit fiscal; es que ya hace tiempo debería haber salido de la eurozona.
2. Debemos entender que la globalización expone a los sistemas monetarios locales a violentos choques, donde a veces los ajustes del tipo de cambio son parte del desbarajuste. En Europa –*al principio*– podría operar como disparador de un colapso cambiario, el hecho que algún país decidiera salirse de la zona euro para recuperar su moneda.
3. Si se pretende ignorar el contexto social, habrá que asumir que los países europeos tendrán más muertos, como los tuvo la Argentina y como ya hubo en Grecia. En algunos países una disminución salarial es viable (Alemania), pero de ninguna manera el desempleo funcionaria como la variable de ajuste de una democracia.
4. Enfocarse solamente en la inflación y los pagos de la deuda, sin atender el desempleo y el crecimiento, es ridículamente cruel e inconsciente.
5. Raramente se restablece la confianza con políticas recesivas.
6. Tras haber reconocido sus errores del pasado, el FMI vuelve a ser copartícipe con el Comité Europeo en la recomendación de políticas contractivas.
7. Hacen falta métodos audaces para salir de la crisis de la deuda europea, y la restructuración de las mismas no es una opción, sino un deber.

La crisis Argentina le debería aprovechar a los economistas y las burocracias que vuelven a insistir con las recetas equivocadas. Es necesario aprender que las mismas políticas que fueron responsables del colapso 2001, en aquel Diciembre sangriento de Argentina, también constituyeron –hasta el día de hoy–, el default más grande la historia mundial.



# INTRODUCCIÓN

## Los riesgos de extrapolar modelos

Los habitantes de la Europa de nuestros días, lucen más elegantes que mis abuelos europeos que llegaron a la Argentina. Principalmente poseen más bienes y servicios que lo que jamás hubiesen soñado sus mayores, luego de dos guerras. Aun conservan esas casas más bonitas y mejor medicina; sin embargo, mientras que los ingresos están siendo amenazados por el ajuste, los ciudadanos que habían sido deslumbrados comienzan a abandonar el optimismo.

Alguien dijo “la felicidad es el único objetivo sensato para una sociedad atenta, así como para los individuos”. Los economistas y sociólogos de los países industrializados se preguntan: – ¿qué deberíamos hacer de forma diferente para salir de esta crisis y ser otra vez felices?

La evidencia me sugiere dos cuestiones muy importantes. En primer lugar las continuas comparaciones con los estadounidenses le provocaron un enorme daño psicológico al europeo; la sensación de bienestar que tenían era proporcionada por una posición de cierta importancia jerárquica entre las naciones (el hecho de estar más arriba entre los países).

Armonizando investigaciones de economía, psicología, sociología, y política, no encuentran la fórmula para resolver la crisis financiera y macroeconómica, sin saber cómo sigue todo en la sociedad, o como habrán de perjudicarse tantas vidas.

La ciencia económica del “primer mundo” de los últimos 20 años ha identificado la felicidad con el poder de compra, y aunque no todos creíamos que la vida consistía en tener una segunda residencia, ni que había que proporcionarle al cuerpo todo lo aquello que piden sus ojos, la

vida en Europa fue haciéndose mucho más confortable. Los ciudadanos aun tienen autos modernos, electrodomésticos sofisticados, calefacción, aire acondicionado, pero comienzan a resignar las vacaciones. No es obvio que la gente que vivió en Europa en los “años del crédito fácil” haya sido más feliz que la gente que vivía en los países sudamericanos o africanos, aún en las mediciones de los investigadores de la llamada “Economía de la Felicidad”.

No pretendo interpretar la felicidad como la ven los investigadores de aquellas latitudes, pero en todos estos años me pareció advertir en ellos, –2002 y 2007– como un estado de ánimo, una sensación que surgía de tener lo que se deseaba. Poseer cosas era como experimentar una excitación indefinida que hacía a las personas sentirse bien y por lo tanto, afanarse por experimentar su búsqueda de continuo. Peor aun, en los estratos medios; la visualización de superioridad proyectada hacia los países emergentes, fue transmitida como una invitación a la tristeza, por simple comparación. En algunas capas generales de Argentina se percibía familias sintiéndose mal por no tener lo mismo que en el norte.

Llegada esta etapa, es necesario concientizar a los intelectuales que un modelo no se puede traspolar de una sociedad a otra con los mismos resultados.

## EL CONCEPTO DE BIEN COMÚN

Si queremos bienestar global, está claro que se necesita obrar en el concepto del bien común.

En primer lugar, es necesario equilibrar lo que en algunos países se tornó obsesivo; esto es, las cuestiones financieras y las inversiones especulativas que se instalaron en el centro del interés público. Basta el ejemplo de una cadena de noticias que mientras informaba paso a paso los sucesos de un ataque militar internacional, al mismo tiempo actualizaba la cotización de las acciones en el mercado de valores.

Salir con la tarjeta de crédito y gastar es placentero; sentirse bien es beneficioso y deseable física y psíquicamente, ayuda la presión sanguínea y el ritmo cardíaco, además de dinamizar el ingenio motivador. Sin embargo, en Europa se convirtió en una obsesión. En 2005 identifiqué en España riesgos importantes en la búsqueda de estímulos a “esa felicidad”.

En un extremo inclusive, ciertos móviles de estímulo al consumo impulsaron a que la gente se acerque únicamente a aquello que le producía mayor agrado, alejándoles de todo lo que podía producir dolor. ¿Y qué pasa entonces con la solidaridad, en un mundo donde 2.400 millones de habitantes no tiene inodoro?

He comprobado en forma personal, que el bienestar no está directamente relacionado con la disponibilidad de recursos; por mí mismo lo he verificado en mi actividad, conociendo banqueros y empresarios. Por el contrario de lo que la mayoría supone; un antiguo proverbio asegura que “la prosperidad al necio lo echará a perder” Y en alguna medida, buscar la felicidad como un fin en sí mismo, revela algún grado de necesidad.

Se estableció que un PBI per cápita por encima de los 20.000 dólares, no garantiza una mayor felicidad. Una evidencia de este fenómeno



es que la depresión, los ataques de pánico, la dipsomanía, la drogadicción, y las manifestaciones de búsqueda de placer, no han hecho otra cosa que crecer en los países europeos.

Si estos países estaban tan bien, ¿por qué no eran más felices sus ciudadanos?

A un conjunto de alumnos de la Universidad de Harvard se les preguntó en una ocasión, qué preferían, si ganar 50.000 dólares al año y que los demás ganaran solo 25.000, o ganar 100.000 dólares al año y que los demás ganaran 250.000.

La generalidad eligió la primera alternativa. Esta encuesta demostró varias cosas:

- 1) El dinero no solamente es un medio de pago que otorga capacidad de compra como presumía la economía conservadora, sino que funciona como un elemento de comparación con los demás.
- 2) En esa dirección, la posición que ciertas naciones o personas ejercen respecto a los otros se ha constituido en una fuente de satisfacción en sí misma.
- 3) No todo lo que viene de un país rico es deseable ni infaliblemente inteligente. Por ejemplo, la forma de ver la vida que tienen los estudiantes de aquella escuela y los resultados de la encuesta.

Existe un elemento que influye destructivamente, y ese es la adaptación acelerada a poseer bienes materiales. Los europeos –incluyendo los ciudadanos de países ex URSS– se acostumbraron rápidamente a la posesión de productos y servicios, y enseguida de tenerlos se daban cuenta que dejaban de producirle satisfacción. En mi opinión, es así como se genera un círculo vicioso que viene disparado por la tentación consumista que bombardea las mentes a través de los medios.

Otro caso de manual fue una empleada de un famoso Banco de Inversión, que en solo quince meses fue distraendo alrededor de 8 millones de dólares de las cuentas de dos inversores individuales muy acua-

dalados para los que trabajaba. Ninguno de los dos inversionistas se dio cuenta sino la auditoria del Banco, y eso ocurrió bastante tiempo más tarde del robo. Este incidente vale para afirmar un concepto: el dinero adicional le resulta más displicente a los ricos que a los pobres. Si parte del dinero de una persona rica pasara a una persona pobre, ésta última obtendría una felicidad mayor de la que perdería el rico, y el bienestar promedio de cualquier país aumentaría. Eso averiguo hace 10 años la "Teoría de la felicidad" Por lo tanto, un país o el mundo tendrá mayor nivel de felicidad media en términos económicos, cuanto más equitativa sea la distribución del ingreso, independientemente de este ejemplo poco feliz. Cualquiera diría, seguro que los que arribaron a esta conclusión son economistas de la CEPAL, o ciudadanos latinoamericanos o africanos. Pues no, así razonaron los técnicos que están trabajando en universidades e institutos de investigación privados, y ellos son británicos y norteamericanos.

¿Qué es lo que dicen las investigaciones acerca de qué cosas hacen feliz a la gente?

Además del entorno biológico que excita nuestra propensión a obtener felicidad, existen cuestiones establecidas como la edad, la apariencia física, el cociente intelectual y la educación.

Otras características parecen afectar la felicidad con mayor vigor como las relaciones familiares, la situación económica, el trabajo, la sociedad, los amigos, la salud, la libertad, los valores personales y la ética de vida.

No solo los argentinos y europeos, los seres humanos todos construyen metas para el futuro, pero si esas visiones luego se quiebran, provocan mayor desánimo y desdicha, operando en forma opuesta al objetivo que perseguía aquel "sueño americano".

Presentar el modelo estadounidense era una imagen deseable, que suscitaba esfuerzos desgarradores pero finalizaron generalmente en naufragios. La frustración económica tuvo una connotación pasajera de varios años en la Argentina, aunque genero reacciones irascibles con

consecuencias de magnitud. En el otro extremo si la frustración europea se supera, será edificante, y permitirá volver a evaluar las motivaciones y costos que se vienen pagando.

Transportarle a la gente y a las organizaciones de un país como Argentina, Grecia o Portugal, modelos ilusorios referidos a países ricos, ha sido altamente incorrecto. El punto es entonces la elección de los modelos. Copiar o repetir un modelo puede no estar mal, el problema es ¿qué es lo que estamos copiando o a que país se lo estamos reproduciendo?

Dijimos que la salud, el PBI per cápita y las condiciones laborales de Europa han progresado en aquellos años, pero sin embargo otros valores se han estropeado en los últimos veinte años. Ciencia y tecnología mejoran y aceleran procesos, pero otras veces explican tendencias temerarias. Incorporar estereotipos opulentos, hace que naciones, hombres y mujeres sufran o quiten el foco de cuestiones mayores, para lograr objetivos menores e irrelevantes. Hubo en estos años muchas naciones y hombres de bien, que fueron subyugados por otras culturas, y hoy lucen extravagantes. Analicemos los políticos socialistas, españoles y franceses que aplican recetas contractivas del FMI. Recuerde al ex presidente Menem, elegido como candidato de un partido popular, constituido luego en uno de los hombres mejores vestidos del mundo, según las revistas especializadas. Es muy difícil que asumiendo portes de otras latitudes, los gobernantes alcancen el respeto de los gobernados. Cuando la distorsión de nuestras formas de vida en Europa y Sudamérica nos alejó del contexto, el liderazgo se torno desubicado y la sociedad se fracturo.

Paradójicamente “el progreso” ha desempeñado un rol importante en la decadencia de los países europeos. Ciertos gobernantes y líderes bien intencionados, sin saberlo han patrocinado el aislamiento y la competencia montaraz. El individualismo se ha constituido en la doctrina oficial de algunos países europeos y se ha importado como un dogma en America Latina, alcanzando los mismos ribetes de fundamentalismo de sus precursores intelectuales. En Europa se han creado dos alternativas: un vacío moral abusivo como el de Strauss Kahn o Berlusconi, y

una alternativa moralista engañosa o doble moral, que crece y se perfila más peligrosa que la primera como la de Le Pen o Jörg Haider. En Argentina hemos padecido ambas tendencias y sus acechanzas aun nos sensibilizan.

El individualismo y la exaltación del tener importado, estorban la vocación económica local de largo plazo con consecuencias devastadoras, se interrumpe la industrialización y se regalan los mercados.

El aplauso, la fama y también el deseo de obtener aprobación, siguen siendo los motores de auto realización de un liderazgo decadente que compra lo que le venden los pasquines.

A la pregunta ¿cómo hacer que usted se sienta más feliz?, el hombre de a pie de cualquier encuesta responderá: “mejoren mi billetera”. El problema es que los líderes globales y locales propulsores de esa cultura, no procuraron el mayor bienestar general, y no les concedieron a sus ciudadanos la misma estima y satisfacción individual que a sí mismo se dispensaron.

En mi opinión la agenda introducida en Europa y Argentina, a través de esos modelos importados podría haber pasado por despistada si los portadores del mensaje no hubieran desplegado abiertamente su ética frívola.

Dado que toda la teoría económica tradicional ha demostrado ser ineficaz para resolver los problemas del hombre, no se debería transigir en la decisión que países como Argentina o España vivan bajo tales influencias, deponiendo sus fundamentos culturales.

La expresión medular de las economías de mercado es el libre intercambio de los bienes y servicios, no obstante para que el resultado de su articulación sea eficaz, según los manuales, deben cumplirse tres condiciones básicas:

- 1) El mercado debe ser realmente libre (pero no lo es)
- 2) Los compradores y vendedores deben tener la misma información (pero no la tienen)

3) El intercambio entre las partes no debe producir efectos indeseados sobre terceros (pero lo produce)

A solo 15 años del Consenso de Washington (2005), 89 países se encontraban peor que a principio de 1990. Además, dentro de cada país –aun de los países ricos– aumentó la brecha entre ricos y pobres; habiéndose profundizado en los años posteriores a la crisis de 2008.

El auge de las comunicaciones en los noventa no evitó que dos terceras partes de la humanidad nunca haya podido realizar un llamado telefónico, y un tercio de la población mundial no tenga hoy acceso a la electricidad. Hasta ahora el instrumento oficial de medida utilizado por los economistas es la renta per cápita –*economía tradicional*–, pero solo sirve para dar una idea del poder adquisitivo promedio de los habitantes de un país; sin reflejar las distorsiones en la segmentación, que suelen ser fenomenales.

Para medir el bienestar, la renta per cápita debería incluir al menos cinco características:

- 1) La desigualdad (los ingresos suplementarios importan más a los pobres que a los ricos),
- 2) Los efectos externos
- 3) Los valores
- 4) La aversión a la pérdida
- 5) El comportamiento incoherente

Esto implica que necesitamos seguir impulsando pronunciamientos académicos diferentes en las ciencias económicas. La felicidad de los pueblos debería convertirse en un objetivo político, y el progreso autóctono debería medirse y analizarse tan estrechamente como el crecimiento del PBI.

Durante los últimos veinte años hemos aceptado operar en una cultura donde los premios se adjudican solo por resultados, reduciendo

de esta manera la motivación altruista, limitándola con incentivos de concepción mercantilista.

Ni siquiera las corporaciones se salvan. Dos vendedores de una misma empresa; pelean uno contra otro para ganar entre sí una comisión por ventas, sacándose los ojos; porque el premio lo justifica todo.

Se han dañado las vocaciones y confundido las motivaciones. La rivalidad competitiva ya está metida en todos los ámbitos, es un elemento cultural medular de un liderazgo escandaloso, y perfecto importador de modelos de países en decadencia, con ciudadanos “indignados”.

En síntesis, me parece que la cuestión central que corresponde procurar a Europa es la misma que la de Argentina, alcanzar el equilibrio entre no condenarse al aislamiento que nos confina, pero a la vez no disminuir los requisitos de los fundamentos que construyeron nuestras propias identidades.

## **CÓMO SE FUE FORMANDO LA “ECONOMÍA DISNEYLANDIA”**

2-7-2005

### **Podríamos ver una estampida en EE.UU.**

La tasa de crecimiento del PBI en los EE.UU. se habría desacelerado en el segundo trimestre del año. La Reserva Federal (FED)<sup>2</sup> cree que el crecimiento por debajo de la tasa de expansión del PBI potencial continuará en 2006 y 2007. El moderado crecimiento se imputa a la desaceleración del mercado inmobiliario; el efecto tardío de los 17 aumentos de la tasa de referencia de los fondos federales; y la reducción del gasto de los consumidores justificada por la desaceleración del aumento constante de su efecto riqueza.

La desaceleración del mercado inmobiliario, ya se manifiesta en la generalidad de los indicadores sectoriales. Efectivamente, la construcción se desaceleró marcadamente en los últimos meses. Se verifica una merma en los proyectos e inicios de edificación de viviendas por el número de los permisos de construcción, así como también, se observa una mayor acumulación de propiedades sin vender. No obstante, la mayoría de los miembros de la FED, opinan que todo se encuentra dentro de lo previsto en las expectativas –dicen que la evolución se está desarrollando en forma gradual y ordenada.

No se puede excluir una enérgica reversión, en un mercado que tuvo un extraordinario crecimiento en los últimos años con tasas extravagantemente bajas. Es significativo que la FED esté dándole más importancia a la desaceleración del crecimiento, ya que antes no lo había hecho. El último comunicado de la reunión de política monetaria expuso sin arti-

<sup>2</sup>Reserva Federal de los EEUU.

ficios la desaceleración que se estaría plasmando. En todas sus declaraciones la FED confesó que el rebote inflacionario en los últimos meses es un tema de enorme trascendencia, y en caso de proseguir, generaría una significativa inconsistencia con el sostenimiento de la estabilidad de precios, tarea que le corresponde monitorear y operar con eficiencia por facultad y obligación.

En este contexto, el ingenio financiero de los norteamericanos no tiene límites.

Este crepúsculo está permitiendo el despliegue de una capacidad fenomenal para desarrollar ingeniería financiera. El intento consiste en posponer los inminentes estrangulamientos familiares y sus consecuentes derivaciones. Asistimos al surgimiento de iniciativas bancarias que harán las delicias de todos los “deuda maníacos” y “consumidores compulsivos”. Germinan nuevas líneas de crédito como los (HELOCs – Home Equity Lines of Credit), estas son las segundas deudas adicionales a los préstamos hipotecarios. Se constituyen HELOCs para utilizar el valor patrimonial de la casa con el objeto de consolidar deudas, efectuar mejoras residenciales, o dedicarse a sí mismo halagos concupiscentes. Existen muchas opciones disponibles como los HELOCs, aunque asomaron otros recientes que incluyen amortizaciones de hasta 50 años. Si esto sigue así, no sería disparatado pensar en la ocurrencia e instrumentación legal de la transferencia de deuda de padres a hijos, con amortizaciones a 100 años–. Otra nueva variante que se puede destacar es el crédito de pago mínimo del 1%, (options arms). También está el ARM convertible – el ARM con la opción de conversión a préstamo con tasa de interés fija durante un periodo de tiempo determinado. La hipoteca con tasa de interés ajustable, donde los deudores reciben el estado de cuenta de la deuda hipotecaria como si fuera una tarjeta de crédito con la opción de pago mínimo. Los plazos de este pago mínimo están garantizados por hasta 5 años, amortizando el 1% de la deuda. No es inverosímil pensar que esto arribe al pago de solo una parte de los intereses, y tal vez se pueda hacer por 20 años y luego por 30, anyway! La trama de la “amortización negativa”, me recuerda la Circular 1.050 del BCRA (1977/8),



esta opción donde el aumento en el saldo del capital que ocurre como consecuencia de que los pagos mensuales no son suficientes como para pagar la totalidad de los intereses devengados, dado que los auxilios implementados para que continúen los pagos, impiden disminuir la cuantía del monto de la deuda principal. El interés diferido se suma al saldo del préstamo, dando lugar a que el prestatario deba más dinero que la suma original, esa película ya se vio en Argentina, aunque aquí los préstamos hipotecarios nunca representaron el 90% del PBI.

Como si esto fuera poco, hoy existen prestamistas furtivos que se animan a atender al deudor en tercer lugar, detrás de este tipo de préstamos descriptos.

En un mercado inmobiliario donde las propiedades están reduciendo su valor, mientras se implementan diferimientos de pago; las curvas de pendiente negativa y positiva ya se entrecruzan peligrosamente, se incrementa la deuda acumulada y disminuyen las garantías inmobiliarias. Yo pregunté sin que nadie me respondiera sin una sonrisa: —¿a qué hora cierra Disneyworld —digo, para disponer una salida oportuna, eligiendo una puerta que no sea la número 12?

Editorial Revista Fortuna, 12 de Junio de 2006, página 10

## **Un Disney World Propio, Editorial Revista Fortuna**

La economía mundial está funcionando a pleno, acumula cuatro años consecutivos de crecimiento, superando su tendencia histórica y transitando uno de los mejores períodos de crecimiento con baja inflación. En este contexto, Estados Unidos que explica alrededor de la mitad de la tasa de crecimiento mundial, viene hospedando dentro de sus fronteras un “Disney World propio”, que ha hecho las delicias de sus ciudadanos.

La Reserva Federal que no lleva una política monetaria transparente, se está comportando en una forma muy poco refinada a los ojos de los eruditos. Mientras los rendimientos de los bonos del tesoro y las tasas de corto plazo siguen subiendo, la divulgación de las actas de las últimas reuniones de la FED, cada vez traen menos novedades.

El precio del dólar –un dato neurálgico– comienza a lucir inquietante. Frente a la fuerte emisión de billetes, la liquidez que permanece en el mercado, en algún momento se va a desplazar hacia alguna parte y hará una nueva fiesta de “easy money”. La FED entiende mucho de destrezas expansivas disimuladas. Recordemos que desde hace muchos años las cifras de crecimiento de los precios se informan sin tener en cuenta el peso de los alimentos y la energía. A partir de Marzo de este año, curiosamente se dejó de publicar la evolución del M3 –esquema que resume de manera amplia la oferta de dinero–, un desliz elemental que complica la revisión de la liquidez que recorre toda la macro, más importante aún; cuando sabemos que la política monetaria ha contribuido para ir eludiendo los riesgos de desaceleración de la economía inyectando dinero. Corresponde subrayar, que la FED sabe muy bien cómo hay que mover todos los platillos danzantes, luego sabe también como bosquejar los movimientos de una manera capciosa. Frecuentemente hemos visto las diferentes burbujas que se fueron sustentando en estos últimos años, reduciendo unas y originando otras nuevas. En este momento termina

la burbuja inmobiliaria y al mismo tiempo; curiosamente, crecen los precios de los commodities.

Jacques Rueff<sup>3</sup> dijo: “Sed liberales o sed socialistas, pero no seáis mentirosos”. Precisamente el mismo economista, esclareció la falta de respaldo en oro en 1968, que años más tarde terminó en la inconvertibilidad del dólar; aquellos excesos de emisión cometidos, hoy lucen ingenuos. Una devaluación del dólar no tiene probabilidad cero, y no sólo por la abundante liquidez, sino por el enorme déficit comercial de los Estados Unidos. Los manuales dicen que la balanza comercial se equilibra con una depreciación de la moneda o con una contracción de la economía que deprima los niveles de importación, pero todo hace pensar que la primera opción tiene más chance. A Estados Unidos, una moneda más débil no le afectará demasiado, por otra parte, las autoridades no pueden ni siquiera pensar en desacelerar el consumo con la receta clásica. En el escenario de una devaluación, las tasas de interés se pueden disparar y la burbuja inmobiliaria, sumada a –“la tómbola hipotecaria”– pueden detonar más luego. Son muchos los residentes que adeudan el cien por ciento de sus propiedades, y sus ingresos fijos no resistirán los aumentos que ya mismo están llegando en las cuotas de préstamos a interés variable. El dispendioso ciudadano norteamericano verá reducido su volumen de gasto financiado. Ya no habrá margen a su favor por aumento de precio en su propiedad, momento en que se volvían a endeudar por el equivalente al efecto riqueza obtenido, una y otra vez. Con precios de las propiedades bajando y tasas subiendo, las deudas que representan hoy, el cien por ciento del valor del inmueble, demandarán más cantidad de cuotas para que su amortización siga siendo posible. Esas extensiones de plazo ya están siendo otorgadas por los bancos. –¿Seguirán los deudores pagando el mortgage cuando la deuda consolidada sea mayor que el valor de su propiedad?

<sup>3</sup> Francés, asesor económico de Charles de Gaulle, conservador, firme oponente de Keynes.

1-10-2006

## **Peligroso: “Populismo Financiero”**

Desde 2002 los países centrales resolvieron emplear políticas monetarias y fiscales expansivas, con el objeto de enfrentar la recesión iniciada en 2001. La descomunal liquidez consiguiente dio ocasión a un desplome de las tasas de interés y consecuentemente a un aumento creciente en el valor de los activos en todo el mundo. Tanto los inmuebles, como los activos líquidos en los mercados impulsaron el valor de los bonos y las acciones. Las políticas expansivas promovieron importantes resultados a partir de la segunda mitad de 2003, advirtiéndose un significativo incremento en el ritmo de crecimiento mundial, tanto el PBI, como el comercio. Este último además, duplicó la tasa de expansión del PBI mundial. La influencia de tal ímpetu, fue derivando o propagando, ingentes aumentos en la demanda mundial y los precios de la energía, insumos básicos, y materias primas. Particularmente los valores de los alimentos, minerales y metales.

El aumento en el valor de los activos y “el efecto riqueza” que produce, otorga a los tenedores una sensación de opulencia particular. El financiamiento bancario amplio, le abrió a las familias y empresas de EE.UU. el camino hacia el consumo y la inversión. Simultáneamente, un formidable déficit de cuenta corriente fue excitado por ese mayúsculo gasto doméstico y un menguado nivel de ahorro que a su vez fue financiado con entrada de capitales, a través de los bancos centrales asiáticos que invierten una importante porción de sus reservas en EE.UU..

El exceso de consumo e inversión incrementó la demanda global y el comercio. China, entonces irrumpió como el gran proveedor de los bienes que el mundo demandaba, su PBI crece por encima del 10% anual. La oferta de bienes de China a bajo costo puso límites a la inflación mundial, debido a una oferta laboral interminable. China se transformó en un gran demandante de insumos básicos y de alimentos para su población, en un mundo cada vez más interconectado.

Conseguido el objetivo de reactivar la economía mundial los principales Bancos Centrales emprendieron el diseño de aumentar las tasas de interés.

Para el enfoque monetario, la necesidad de volver a tasas de interés más altas estaba acreditada por la dimensión que había agenciado la burbuja, para otros enfoques “la especulación”.

La realidad es que existen causas más profundas para subir la tasa de interés y se llama “el formidable déficit de cuenta corriente de EE.UU.”.

Con esta descripción, las expectativas de los mercados se volvieron más moderadas, es decir, se espera un menor crecimiento mundial con más inflación (stagflation) debido a que el dinero será más caro, en medio de un sinnúmero de conflictos internacionales, algunos ya se instalaron y otros se avecinan.

Argentina se encuentra mucho mejor que en el pasado para afrontar turbulencias provenientes de los mercados internacionales. Menos necesidades de financiamiento, menos presencia de capitales especulativos, gracias al criticado control de cambios, acumulación de reservas constante y flexibilidad cambiaria.

Además, el Gobierno se ocupó de mantener a la Argentina alejada de las combinaciones pro default, la reestructuración de la deuda pública –152 tipos de bonos diferentes con distintas tasas, monedas y legislaciones–, hizo que el país no fuera destino de flujos de dinero remanente por muchos años. En reemplazo de los mercados tradicionales y los organismos multilaterales de crédito, el ministerio de economía tomó fondos de un país latinoamericano, aunque claramente no es dinero subsidiado.

De todos modos, como en cualquier manual de texto, en un “escenario catástrofe mundial”, la FED puede suspender los aumentos de tasas o re iniciar un ciclo de descenso. Es curioso que hace solo días los mercados estaban preocupados por el tono agresivo de las declaraciones de funcionarios de la FED que robustecían la idea de más política monetaria para combatir las expectativas inflacionarias. Cuando el PBI

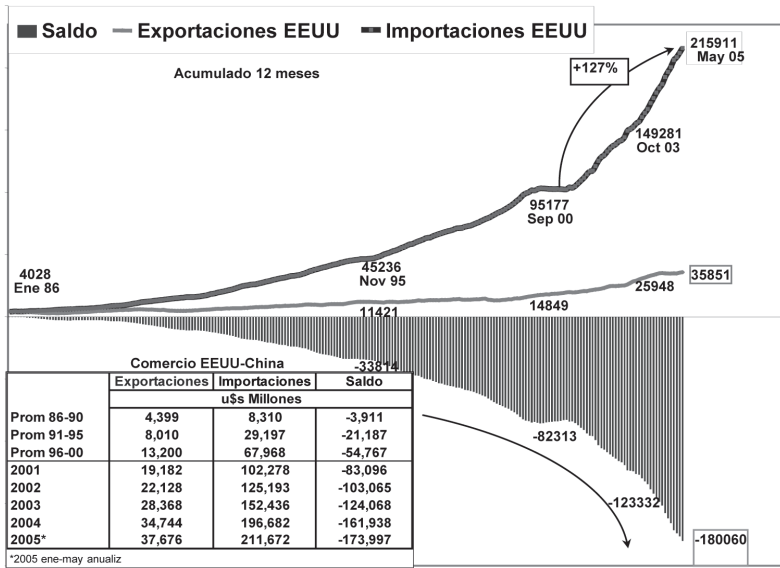
real y la tasa de inflación exceden su objetivo, se incrementa la tasa de interés nominal para generar una suba de la tasa de interés real y así reducir la demanda agregada para equilibrarla con la oferta potencial (regla Taylor).

La otra es “metas de inflación”. Si la inflación esperada o actual es mayor que la meta de inflación la tasa de interés sube.

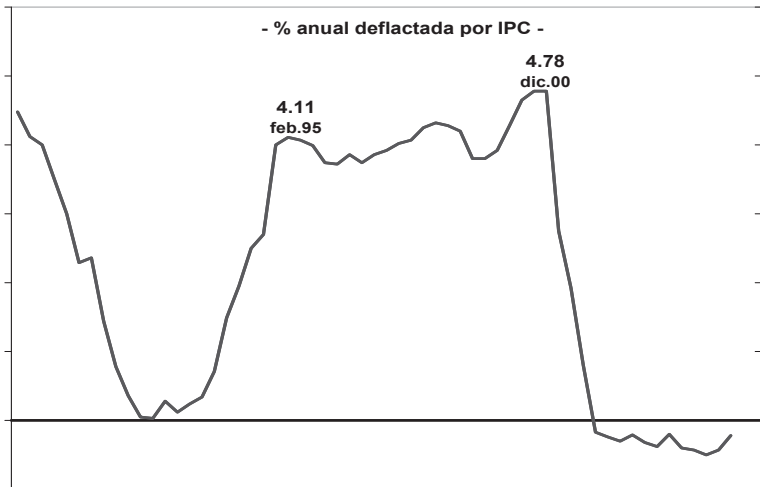
El dinero afecta las variables macroeconómicas PBI, inflación y empleo, por lo tanto las políticas monetarias de los bancos centrales tienen aun más poder que el que otorga el intervencionismo o dirigismo a un gobierno. El proceso no es el resultado de un cambio en las modas, sino la conjunción de la evidencia empírica y de la teoría económica

Hoy, la Argentina de la inestabilidad macro permanente no existe, superávit gemelos (fiscal y externo) y reducción de necesidades de financiamiento con deuda reestructurada y sin FMI. Sin embargo enfrentamos desafíos determinantes, sólo que ya no se centran en la macroeconomía, sino en la microeconomía.

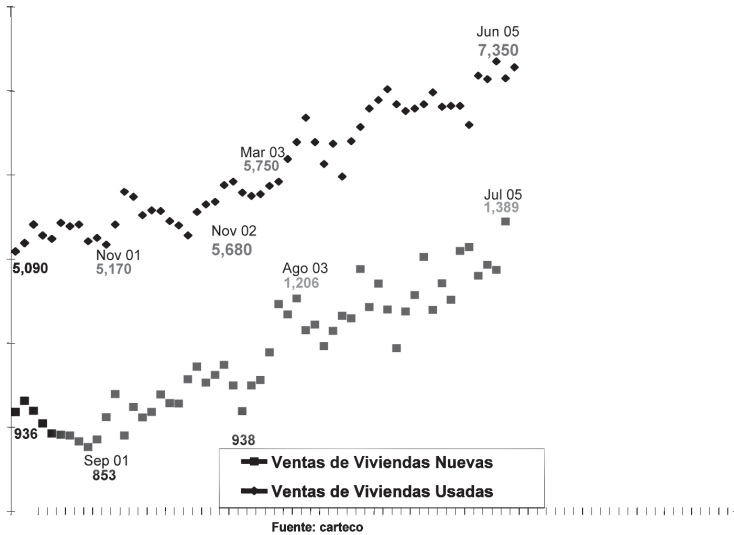
## EE.UU.-China: desequilibrio creciente Fuente: carteco



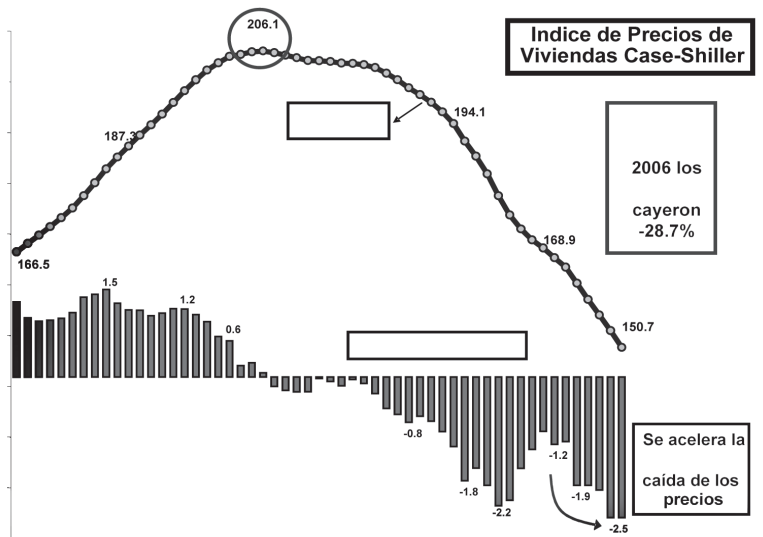
## Fuerte caída de la tasa de referencia de la FED en términos reales de 2000 a 2004



## VENTA DE VIVIENDAS EN DISNEYLANDIA



## Velocidad de caída del precio de las viviendas





17-10-2008

## **La mentira tuvo patas largas**

Mentir es una de las reglas de juego, aún de los operadores y corredores de menor relevancia en Wall Street. Parte integrante del modo de operar, esto lo saben los ex oráculos y colaboradores de Lehman Brothers quienes distribuían sentencias lapidarias en su rol de “tribunales de ética financiera soberana”, como la compartida por un compatriota, ex secretario de estado en Argentina, conchabado “pos mortem” en Lehman.

La línea que separaba el comportamiento delictivo de “los mejores muchachos”, con la manera común de hacer negocios, siempre fue muy imprecisa y difícil de determinar. Las conspiraciones ilegales entre operadores para fijar precios, comunicándose por teléfono con histérico apuro y tensión, antes de iniciarse la rueda, era común ya hace 20 años (recuerde la película Wall Street-1987). Muchas veces la táctica consistía en desorientar a los colegas tentados a unificar ofertas, valía todo. Hasta los mismos condiscípulos se mentían entre sí habitualmente.

La negligencia de la FED y el sector público con respecto al manejo de la banca de inversión y las consecuencias de su desidia es indiscutible. Aceptaron primero que el engaño como práctica de esos negocios fuera moneda corriente, y luego les permitieron transitar todo el tiempo –finalizando con las hipotecas– por el borde de la cornisa para conseguir mayores ganancias y bonus. Han sido ellos mismos con su silencio, los promotores de una cultura que toleró comportamientos frecuentes lindantes con el delito. Ahora están investigando, pero es así como las posibilidades de transgresión generaron el ámbito para que estemos asistiendo a esta fenomenal catástrofe. No obstante el concepto: “mercado” es clave, y ha sido funcional a todo este esperpento que se ha manifestado en forma repentina para la gente menos atenta. En su naturaleza y sustancia, la incondicional libertad de los mercados habitó aceptada por siglos como una verdad bíblica, por sus insustituibles propiedades distributivas.

Uniendo ahora, la mentira y la libertad incondicional de los mercados, obtuvimos “la ética del engaño”, como una parte del libre juego para comprar y vender aire, y la mentira genuinamente justificada por la tecnocracia que la respalda. “Es lo que hay”, hasta en un partido de “truco” o de “póker”, todos los participantes conocen las reglas del juego dijo un rapavelas. Pero la gran diferencia con estos juegos de cartas, es que no todos los participantes pueden levantarse de la mesa y retirarse cuando quieren. Por ejemplo: Los pensionados con sus aportes invertidos en fondos de inversión que poseían acciones. Dado que en los Estados Unidos, la propiedad de acciones o títulos es de fácil acceso –casi popular–, fue la gente común, la que tuvo menos capacidad de reacción ante los sucesos, actuando en inferioridad de condiciones con el resto de los jugadores. La verdad quedó develada, las autoridades están actuando; aunque la mentira montada por estos aventureros, tuvo esta vez las patas demasiado largas.

15-11-2010

## Europa y la deuda pública

Fatalmente, después de tantos años de “bienestar embutido”, ha llegado la hora de conocer la triste realidad en Europa. Lo que sucedió en 2008, puso en evidencia todo aquello que hicieron “los países serios” en las dos últimas décadas. En medio de una liquidez extravagante, naciones y ciudadanos tomaron deuda para consumir, y las empresas constituyeron una enorme deuda privada, para alcanzar (todos juntos) la más peligrosa relación “deuda/PBI”, con valores muy superiores a 100%.

La deuda total de Alemania, Francia e Italia unidas, representa aproximadamente 32,7 veces la deuda externa Argentina. Cualquiera de los tres países debe más de 10 veces la deuda externa Argentina.

El ministro de economía italiano (Giulio Tremonti) reconoció que la situación económico financiera de Europa, pone en riesgo algunas democracias débiles, sobre todo la de las naciones del Este.

La crisis europea no es una cuestión coyuntural, los primeros ministros coinciden en que se debe construir una línea de defensa interna, haciendo profundos cambios. ¿A qué se refieren?

La comunidad europea como institución, está pensando en aplicar duras sanciones para aquellos países miembro que no cumplan con los parámetros establecidos, poniendo en riesgo la estabilidad de toda la zona.

Las nuevas generaciones de europeos empiezan a sufrir, porque deberán cambiar los hábitos de consumo adquiridos, tendrán que ser más conscientes de sus propios ingresos y sus capacidades reales de compra.

Europa por mucho tiempo será inestable, las finanzas mundiales seguirán débiles, y la deuda de este grupo de naciones seguirá muy alta.

Observemos 4 casos: Inglaterra y España, acostumbradas a vivir históricamente con recursos de terceros; aun España es el país que más veces incurrió en “default”, en los anales de la economía mundial. ¿Podrán ambas naciones adaptar sus culturas centenarias? ¿Italia y Grecia

permanecerán indiferentes a las intimidaciones de la autoridad europea, arriesgándose a eventuales sanciones?

¿Llegará por fin la solución y el equilibrio, despidiendo países inestables, para preservar la fortaleza del Euro?

Me inclino por esta última opción, más tarde o más temprano.

## ARGENTINA 2001, ESPAÑA 2011

1 de marzo de 2001

Con la convertibilidad y la apertura de la economía, los argentinos pudimos alcanzar un cierto avance tecnológico que siempre demoraba en llegar. Sin embargo con ciencias aplicadas y otros bienes; el esplendor está contaminado y la mayor parte del progreso se ha extraviado desde el punto de vista social. Gran parte de ese empuje estimulante, se malogra en términos de bienestar general de la población, en forma creciente, año tras año.

Se trata sencillamente de las fallas evidentes de aplicar un sistema imitativo inviable a largo plazo, que se fue introduciendo, enviando a los primeros beneficiarios y perjudicando al resto de la economía. El mito, consiste en creer que podemos desarrollar para la Argentina un sistema económico y financiero idéntico y mejorado de los que funcionan en los países desarrollados. Países que tienen industrias y servicios desarrollados. Incompatibilidad muy seria para un proceso de transformación económica fulminante con apertura y libertad ilimitada.

Los beneficios del crecimiento de la década anterior (hasta ahora parecen circunscribirse a un ámbito limitado de la sociedad), de momento esperábamos que el sistema político y los empresarios coadyuvaran a extenderlo al conjunto de la población.

Esta suma de divagaciones político económicas y financieras, sumadas a los funcionarios que suministra nuestra clase dirigente, tiende inevitablemente al conflicto, con consecuencias de todo orden. Blindaje, paros, sube y baja del riesgo país, etc.

El prorrato de los frutos del crecimiento de los noventa fue, a todas luces inadecuado. Por sí mismo explica cual es el comportamiento de los gerentes de la estructura política, económica y financiera en Argentina.

Tengamos en cuenta que las concesiones de todos los sectores se hicieron creyendo que la evolución en términos de ocupación de los años subsiguientes a la irrupción del modelo, abría la esperanza futura, y estábamos haciendo un “trade off”<sup>\*4</sup> en el mediano plazo.

Penosamente, una parte importante de la prosperidad de esos años, se destinó a concentrar la riqueza en los estratos más altos de la sociedad, sin distribuir y sin acumular capital reproductivo. Asistimos a un despilfarro formidable del potencial de crecimiento en manos de un grupo privilegiado de consumo que podemos ver en cualquier revista del corazón.

Por otra parte la exagerada protección del sistema financiero, con la excusa de evitar corridas de depósitos y cierres de entidades, succionó una fuente de recursos indispensable para el funcionamiento de buena parte de la actividad. El sistema financiero tendió a excluir en forma definitiva a más de un millón de pequeñas y medianas empresas que quedaron empantanadas en el fondo de la ordenación del modelo.

Las consecuencias se disparan y agravan en esta época, con el pasar de 32 meses de recesión. El enfrascamiento de un pacto de silencio, atenta contra los logros iniciales de la estabilidad, y pone en duda la viabilidad futura del plan de convertibilidad. Todo parece conducirnos a la conclusión que las situaciones descriptas, son consecuencias emergentes del modelo.

Lo cierto es que, si de buenas a primeras se abandonara la convertibilidad, tampoco se corregirían por sí solas las actuales disparidades de una distribución incorrecta del crecimiento de la década pasada. Estamos ante un intrínquilis de magnitud que muy pronto podrá develarse.

<sup>4</sup>Perdí algo ahora, para ganar después.

Ámbito Financiero – Comercio Exterior, 15 de marzo de 2001

### **Las empresas que ganan no compiten con nadie (en Argentina)**

Una economía como la de los países que deseamos imitar, contiene muchos tipos de estructura de mercado y no, “el mercado”. Conviven en ellos, sectores que tienen elevado, moderado y bajo grado de concentración. Cohabitan también en esas latitudes, emplazamientos estupidamente competitivos, cuyas batallas en términos de alcance, afecta los precios y la comercialización a nivel concreto.

Claramente las tasas de beneficios de las empresas son superiores y más substanciosas en los sectores más concentrados. No es para nada incoherente o indigno que los accionistas de una empresa lo gestionen.

Lo lamentable es que los costos de sus clientes son fuertemente condicionados por la misma razón que la rentabilidad del beneficiario se fortalece.

Una de las principales restricciones que determina la estructura de un mercado, está en la limitación vía costos. Esta y otras limitaciones no menos importantes, se establecieron en actividades como la financiera y la de servicios. Tanto los Bancos que quedaron prevalecientes luego del “Tequila”, como las compañías privatizadas de energía y telecomunicaciones, se han procurado una gran porción de la actividad de su sector por ser los pioneros.

Esta concentración, desempeña una barrera incómoda para la libre competencia. Reduce además, la esencia de sus beneficios, representada por la rivalidad que desata entre las empresas. Esta situación impide mejorar los costos de sus clientes. En ciertos casos puede generar la declaración de inviabilidad de un cliente local con alcance de negocios internacionales.

Lo cierto es que, una reducida comunidad de entidades financieras con sus compañías periféricas y las empresas privatizadas en Argentina, contienen la mayor parte de los mercados que ocupan y están establecidas como una afortunada elite de corporaciones.

Al privatizar monopolios estatales a principios de la Convertibilidad y, al sanear el sistema financiero en 1995, se aseguró la concentración de las actividades de servicios por un tiempo suficientemente prolongado ya.

Actualmente, con las características de un país emergente, extremadamente vulnerable a las crisis externas, hemos conseguido espantar a los inversores más rezagados. Me refiero a aquellas atractivas empresas estratégicas y no solamente fondos de inversión con objetivos y plazos puntuales. Estas empresas comenzaban a mirar con simpatía la posibilidad de establecerse en Argentina.

¿Qué pasó entonces, porque razones fueron disuadidas?

Llevamos casi tres años de consentir, inéditas barreras a la competencia en nuestro mercado/país.

Estas barreras consisten en recesión y altas tasas domésticas como resultado del alto riesgo país. Hemos admitido pasivamente importantes contingencias para reducir el interés del arribo de nuevos jugadores que puedan desafiar a las corporaciones establecidas.

Ningún futbolista quiere entrar a una cancha, a jugar en un equipo cuya parcialidad se la pasa despotricando contra sí mismo sin hacer nada conveniente.

En este contexto descripto, cuando los analistas hablan de “el mercado”, aludiendo a su trascendencia como supervisor de eventuales desequilibrios.

¿De qué naturaleza de mercado estarán hablando?

Las actuales condiciones de costos y las barreras a la competencia de empresas, explican los patrones de una economía encerrada en la trampa de sus propios promotores.

Las instituciones que hoy ganan dinero en Argentina, a pesar de las condiciones imperantes, no compiten con nadie. Por eso ganan y no tienen ningún apuro en apurar la reactivación. Mientras tanto, siguen afianzando su consolidación en el mediano plazo. Por el momento solo



parecen interesados en que no se toque la convertibilidad y, para ello apoyan todo tipo de medidas donde el interés general subyace debajo de su exclusivo interés.

Luego de liquidar los ideales de todo un empresariado nacional, transformado en rentista por vender su empresa o fallido por insistir hasta lo último; estamos ahora desplomando el sacrificio de años de alentar a nuestros “entrepreneurs”<sup>5</sup>. ¿Cómo? –Enseñándoles que la competencia se gana sin competir.

<sup>5</sup>Emprendedores.

29 de marzo de 2001

## **Cavallo (II parte)**

El restablecimiento de la dinámica del plan de convertibilidad, que se procura conseguir, está expuesto a serias perturbaciones en las cuales se combinan ciertas inconsistencias teóricas con incongruencias prácticas.

Sin embargo, si el sistema de convertibilidad es gerenciado por el “padre del modelo”, bajo un contexto de condiciones exteriores favorables, como lo es la disminución de la tasa de interés. No obstante se estaría lejos aún, de corregir distintos aspectos conflictivos que exhibe el sistema. Muchos habían sido descubiertos y confirmados por el excesivo grado de vulnerabilidad, palpable en cada shock externo (México 94-Asia 97-Rusia 98-Brasil 99).

Otro ingrediente, como la lucha sindical con fuerte fundamento y apoyo de base, viene luego de tres años de recesión sobre el gobierno, de manera terminante en forma de conflicto social.

En ese escenario y, al reanudarse con Cavallo un hipotético proceso de crecimiento, la puja tendería a llevar al sistema de convertibilidad a más y nuevos peligros. Por ejemplo, habrá que tener en cuenta los trastornos irreversibles de la desfiguración que sufrió la estructura productiva.

Todo el dispositivo propulsor que simbolizaron, los bienes durables y semi durables, la industria de auto partes y los textiles, ya son leyenda.

Un capítulo especial será, el análisis del sistema de recepción y distribución de los dividendos de la década del noventa. A juzgar por los resultados, el mismo no obedeció a ningún principio componedor desde el punto de vista del interés del conjunto de la sociedad.

Nos encontramos hoy, en la segunda etapa del ministro Cavallo, enfrentados a nuevos dilemas. Por caso, si la asignación del beneficio del crecimiento bajo el sistema de convertibilidad ( $\$1 = u\$1$ ) ha sido inconsistente, también lo sería ahora una reingeniería compulsiva de la distribución, si el poder sindical se propone oponerse.

Aquí podrían surgir de nuevo cuestionamientos filosóficos, acerca de si el sistema falla en sí mismo o, lo que falla es la asignación del remanente y las consecuencias perjudiciales de la concentración de los beneficios.

Por eso, parece oportuno en esta etapa, que el estado anticipe y codifique el empleo de la remuneración de una próxima etapa de crecimiento, con el fin de posibilitar proyecciones acerca de ritmos de capitalización del país y de sus empresas locales.

La reingeniería del sistema de convertibilidad exige, ineludiblemente, elevar el ritmo de acumulación de capital reproductivo, sobre todo a expensas del consumo superfluo del segmento "ABC1" de la población, al que nos acostumbraron los expertos en marketing del primer mundo. Un uso racional del crecimiento debería permitir extender una porción mayor a la fuerza laboral. Como parte diligente en esta crisis, un poco podría contribuir el remanente obtenido por los más favorecidos hasta aquí. Claramente los recursos provendrían de las empresas y entidades más desveladas porque el sistema de convertibilidad permanezca.

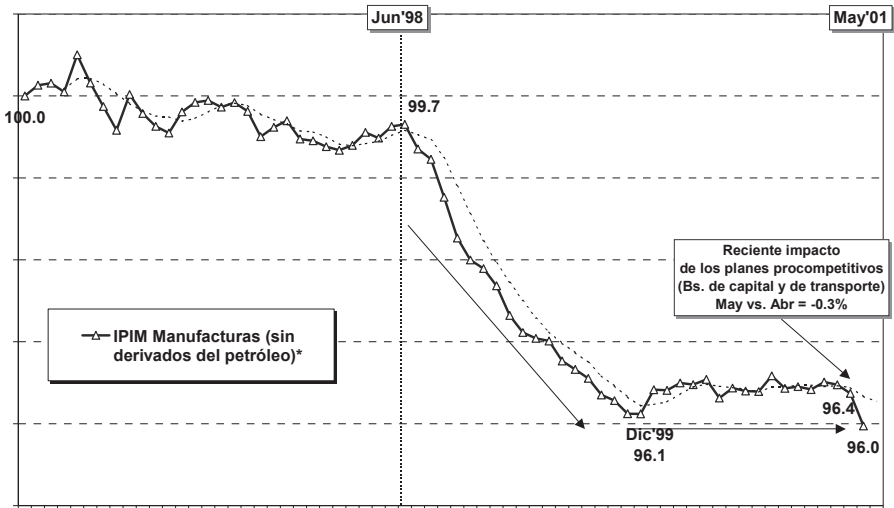
En el resto de las empresas, la lección ya fue aprendida. La mayor acumulación de capital se realizará de aquí en adelante por el ahorro de gastos suntuarios e improductivos de sus dueños y ejecutivos que impidieron su capitalización.

En el relanzamiento de la convertibilidad, todas las empresas deberían seguir desenvolviéndose libremente en el mercado, pero esta vez, de acuerdo con ciertas condiciones básicas establecidas por el estado. El aprendizaje es que, es necesario fijar y cumplir objetivos que el sistema no puede conseguir por sí mismo y, esto quedó demostrado. Los criterios que orienten la acción del estado en ese sentido, deben establecerse a través del Congreso. No es pecado, luego de tanto desatino, plantearse racionalidad en los objetivos de capitalización y distribución del crecimiento. La capitalización y la redistribución están unidas estrechamente. Con un marco legal apropiado podría ir mejorando progresivamente la productividad y los ingresos.

Todo esto exige reingeniería en los mecanismos del estado y nuevas reglas del juego que aseguren estabilidad en la asignación racional de los frutos del crecimiento.

“La crisis de la recesión”, abre paso a la reingeniería del sistema de convertibilidad inaugurado hace diez años. Se necesita una reingeniería si, pero hay que entender para que, y para quien se realizara la demanda de apoyo político que se solicita.

Deflación de precios, posterior intento de recuperación con estímulos “parches”.



Ámbito Financiero – Comercio Exterior 26-4-01

## **Embobamiento y Fanatismo (en Argentina)**

Cavallo es un economista calificado y convincente para discutir la oportunidad de las propiedades omnímodas de la ultra ortodoxia.

Desde su designación venimos presenciando la aplicación de las enmiendas más despreciadas y estigmatizadas por los economistas de esta corriente.

Estamos siendo testigos del desplazamiento intelectual y ejecutivo más extremo de la “ultra ortodoxia” de los últimos veinticinco años. Vemos que se diluye aquella inamovible consagración teórica, cuando se defiende sus fundamentos con acusaciones al Ministro y argumentos increíblemente perjudiciales para el país. Sus defensores, expuestos por los resultados que expresan una escasa capacidad de resolver los conflictos actuales, avivan los peligros que asomaron un mes atrás, con derivaciones impensables.

Las amenazas de conflicto social de hace solamente un mes, estuvieron relacionadas con la recesión que padecemos desde hace tres años los argentinos.

Las sencillas soluciones consistentes en disminuir el déficit fiscal y fijar altos requisitos mínimos de liquidez para los Bancos, fueron establecidas inclusive en términos constitucionales. (Ley de Convertibilidad Fiscal y Autonomía del B.C.R.A.) Pero no bastaron. Menos déficit fiscal proyectado no bajó el riesgo país y consecuentemente tampoco las tasas de interés domésticas.

Hemos escuchado y ocupado en el Ministerio de Economía y el B.C.R.A. a numerosos incondicionales defensores de este enfoque, quienes profundamente convencidos de exactitudes incuestionables, no se dignan considerar nada de quienes despliegan otras opciones diferentes.

Parece extravagante en estas circunstancias, la tenacidad dogmática y la defensa obstinada de los mismos instrumentos. Aún a veces resulta extraño y casi un estancamiento intelectual que no se propongan

mecanismos innovadores e imaginativos, teniendo en cuenta que la impugnación de las medidas procede de casas de estudio y centros de investigaciones.

No es difícil inferir entonces que, tras esa persistencia ideológica, se encuentra la presión, a veces excesiva de determinados intereses económicos y políticos.

Nadie dice que el pensamiento original del enfoque monetario y fiscal haya nacido de tales intereses, pero tampoco se explica el embozamiento dogmático de ciertos fanáticos que parecen jugar la vida en su defensa.

El magisterio de la disciplina fiscal y monetaria representó y representa hoy una gran contribución. No obstante algunos de sus precursores, en los últimos años han llegado al Ministerio de Economía y el B.C.R.A., aumentando el gasto del Estado y otorgando facilidades a Bancos que luego fueron liquidados, dejando un tremendo pasivo al sector privado. Han hecho todo lo contrario de lo que predicán.

La introducción de instrumentos científicos de medición (fundamentales), por su precisión y su estilo matemático, también se han constituido en herramientas poderosas para proyectar la evolución de los indicadores. Sin embargo hoy, la dependencia de ellos, parece oficiar de soporte para respaldar simulaciones de catástrofes potenciales y en mucha menor medida, diferentes escenarios creativos de alejamiento de riesgos.

Es extraño escuchar a un ex Presidente de la Nación (Menem) animar a los actores económicos a cambiar sus pesos por dólares. Es increíble leer en los diarios que el rector de una Universidad proveedora de funcionarios de gobiernos anteriores acusa de “Nazi” al Ministro de Economía. Es sorprendente que ahora, después de dieciocho años de un régimen político, la intolerancia se haya instalado entre economistas neo conservadores y ultra ortodoxos, fundamentalistas de mercado.

Dada la imposibilidad democrática de aplicar el plan económico de López Murphy, asistimos hoy a un intento de retroceder en los espacios

creados para que funcionen los mecanismos que permitieron la libertad de los mercados.

### **La ultra derecha vs. la derecha**

El juego de intereses desatado, evidencia claramente la adhesión ferviente de ciertos grupos sectoriales de nuestro país a la ultra ortodoxia. No obstante se olvidan que hace solo treinta días el temor despertado por la acción perturbadora de los movimientos sociales, les llevó a reclamar el ingreso de Cavallo al gobierno.

Solo así se puede entender, que la difusión de la disconformidad en estos momentos, se produce con la asistencia de casas de estudio e institutos de investigaciones científicas de una manera muy sutil e hiriente.

Es lamentable que estas últimas embestidas a las medidas económicas, no parezcan estar inspiradas ni en pasiones científicas ni en auténticos propósitos patrióticos.

10-5-2001

## **El dogmatismo neo clásico no ayuda en la Argentina**

Las teorías neoclásicas dieron rigor y habilidad matemática a las teorías clásicas. Su aporte es innegable, es bueno reconocerlo y servirse de todo su herramental.

Si bien perdieron el contenido sociopolítico de las teorías clásicas, esas construcciones de equilibrio económico y la demostración matemática acerca de sus consecuencias sedujeron a muchos estudiosos de la generación de nuestros abuelos. Tras un pronunciado intermedio generacional, posterior a la gran depresión (tal vez dos formaciones) se reanudaron obsesionando excesivamente a muchos bisnietos, en su paso por prestigiosas Universidades.

Las teorías neoclásicas, décadas atrás, procuraron ser una oposición eficaz contra las teorías derivadas del Marxismo Leninismo. Sin embargo, ni las primeras ni las segundas distinguieron la existencia de problemas extramuros, desde sus escuelas de origen.

Bastante distintas son las características de los temas de interés que se estudian o promueven en un país poderoso.

Así como Marx edificó su teoría proyectando la evolución del capitalismo y concibiendo al socialismo como su fase final. Lenin trató de quemar las etapas evolutivas y Gorbachov terminó, 70 años más tarde con la Perestroika, escapando de un “anticomunismo” que ya era de masas. Fue sorprendente ver el régimen de la U.R.S.S. desvanecerse sin que se propinare un solo disparo a los contra revolucionarios capitalistas.

En el otro lado, tenemos las teorías neoclásicas o derivadas y su recurrente defecto fundamental, aún contemporáneo. El mismo consiste en ignorar olímpicamente el entramado social de los países emergentes. Este aspecto las convierte fatalmente en teorías de “solo soporte científico”, que sirven para construir planes invariablemente inestables que terminan en crisis recurrentes.



Al desestimar la constitución social de las economías emergentes, se edifican planes que por más que puedan tener porte de madurez monetaria y fiscal, no coinciden con las limitaciones fundamentales de la realidad. Esto lamentablemente ya lo conoció López Murphy y su equipo de FIEL<sup>6</sup>. Víctimas inmediatas de un inadmisibles atentado, mediante una bomba casera en su sede de la calle Córdoba.

No obstante solo cuarenta días después, comienzan a alzarse voces, cuyo género de amnesia se encuentra en la frontera del desatino.

Es entonces donde vemos la necesidad aunque sea momentánea, de renunciar a las posturas intolerantes en materia de política económica.

Si persistimos en actitudes emulativas, seamos entonces ecuánimes, copiemos también las acciones de los administradores de los modelos de los países poderosos. Alan Greenspan procedió a bajar las tasas de interés en forma precipitada, al primer atisbo de desaceleración de la actividad económica. Una economía del tipo de una locomotora que creció 114 meses consecutivos.

En Argentina, algunos economistas nos advierten de una catástrofe inminente si se disminuyen los requisitos mínimos de liquidez. No quieren que se utilicen reservas disponibles, renunciando inexplicablemente de esta forma, al spread que otorga la diferencia de tasas asumiendo un riesgo país de más de 1.150 basis point.

Al tiempo que el Secretario O'Neill puede proteger su aventajada y desarrollada industria en Norteamérica; en Europa la aftosa es más grave que la "vaca loca" para utilizar mecanismos restrictivos en sus importaciones. No obstante Cavallo, no puede elevar los derechos de importación en forma transitoria y parcial, sin ser acusado de dirigista. Ni aún teniendo en cuenta la caída de los precios de nuestros commodities (22 por ciento en dos años), lo cual otorga una disminución de las presiones de requerimientos de divisas para aplicar a importaciones superfluas.

<sup>6</sup>Fundaciones de Investigaciones Económicas Latinoamericanas.

Nuevamente, en Estados Unidos la Small Business hace todo lo que puede para facilitar la vida de los entrepreneurs. Sus resultados son Microsoft y Bill Gates.

Nuestros estudiantes de Ciencias Económicas leen en los diarios que, un ex Vice Ministro opina que no vale la pena subsidiar a las PyMEs, ya que su productividad promedio es inferior a las de las grandes empresas. ¡Qué gran descubrimiento para un investigador científico!

¿Vamos a negar entonces que la protección en la Argentina ha sido exagerada y la vamos a usar en forma indiscriminada? ¡En ninguna manera!

Yo sería más crítico aún, en algunos casos la protección fue abusiva y sirvió para amasar fortunas de aparentes industriales que emigraron su capital al primer desafío. Pero también es cierto que hubo otros. La protección puntual permitió en épocas difíciles en el ámbito internacional, como ser las guerras, que nuestra industria siguiera subsistiendo, creciendo y en muchos casos con éxito en el ámbito mundial.

En esta coyuntura, excedidos en más de mil millones de dólares en las metas comprometidas con el FMI en el primer trimestre. Estuvo a punto de caerse el blindaje<sup>7</sup>, con los Bancos locales que lo apoyaron “en pánico”, con una caída de más de nueve por ciento en la recaudación y un ex Presidente animándonos a comprar dólares. En medio de un esfuerzo ciclópeo por negociar un indispensable Mega canje de Deuda.

—¿Es prudente o malicioso instalar estos temas, incriminando en forma antagonica y desestabilizante a la intrépida tripulación de esta nave?

<sup>7</sup> Conjunto de préstamos de los organismos multilaterales de crédito, el Gobierno de España y Bancos, otorgados a la Argentina.

Ámbito Financiero – Comercio Exterior 24 de mayo de 2001

### **Meditando en la obra de Keynes (en Argentina)**

Al renovar la búsqueda y releer la atrapante y substanciosa teoría keynesiana, es difícil comprender como existen tantos individuos anti keynesianos viscerales.

Por la misma razón es complicado entender porque la “General Theory” fue uno de los libros más controvertidos e importantes a la vez. Algunos incondicionales de Keynes dicen que es porque antes de su irrupción, se había presentado una descripción exageradamente generosa de la teoría neoclásica.

En verdad, antes de la obra de Keynes, no existía una teoría pertinente del nivel de la renta y del empleo. Evidentemente, en los escritos de Marshall, Pigou o Robertson abundaban las referencias al dividendo o a la renta nacional, pero muy pocas veces lo consideraron como una variable desconocida que había que determinar a través de las condiciones de equilibrio del sistema. Keynes fue un economista que no tuvo una gran base de lecturas profesionales según lo reconocía el mismo, lo cual nos lo pinta como a uno de esos inconfundibles académicos sabios y nobles. Pertenecía a aquellos economistas de la escuela de Cambridge, de los que se ha dicho por allí, que preferían descubrir las cosas ellos mismos en lugar de entremeterse en lo que ya estaba escrito. Por esa misma razón, algunos apasionados por la política económica internacional, sienten un atractivo especial, una especie de gancho con los economistas de Cambridge. Tal vez por su preferencia por la técnica deductiva que caracterizó a sus economistas, quienes a su vez habían tomado esa posta de sus propios predecesores como Ricardo y Mill. La metodología deductiva exige a aquellos investigadores que la emplean, hacer supuestos sencillos sobre el carácter de la realidad económica, con el fin de sacar de sus modelos aquellos elementos de fricción, de menor importancia. Permite razonar mucho mejor, a partir de situaciones iniciales que han sido observadas de antemano intuitivamente, para volver

a introducir más tarde, de manera gradual, aquellas erudicciones que complican los modelos.

La importancia que Keynes le concedía al razonamiento deductivo apriorístico, puede ilustrarse con su análisis de la función de consumo, la hipótesis keynesiana que relaciona la renta agregada con el consumo agregado. Keynes llegará siempre por reflexión, mediante evidencias empíricas. Es bueno destacar, dado que aún hoy permanece asiduamente sospechado, que los contenidos de sus supuestos no estuvieron nunca muy alejados de la tradición. Se basaban en el conocimiento de la naturaleza humana.

Quiere decir entonces que, Keynes fue un economista muy peculiar y, como cualquier individuo distinto, recibió y seguirá recibiendo todo tipo de vituperios, críticas y acusaciones de sus colegas contemporáneos y modernos.

No obstante las críticas mordaces y archi divulgadas, en los últimos 25 años, se puede elogiar como un poseedor inatacable de creatividad superlativa.

En una ciencia social como la economía no muchas veces se puede decir que lo que alguien hizo es algo nuevo. Alcanzaría con sentarse a examinar algunas tesis presentadas por candidatos a Maestrías y Doctorados.

Existen tres motivos por los cuales se puede afirmar y atribuir a Keynes una singular originalidad.

En primer lugar la “General Theory” abarca un campo y hace diferir con énfasis su punto de vista con las doctrinas opuestas (con perdón de los economistas que en nuestros días detentan verdades absolutas). No obstante sus supuestos eran aceptados por sus oponentes y muy respetados por sus mayores de Cambridge. En segundo lugar, una teoría es nueva, cuando sustituye en parte a otra vieja y, lo hace porque da respuesta a una situación que las doctrinas anteriores no pudieron enfrentar. Hasta aquí se había convertido en una presunción crítica y diferente, en sí misma. Por último la “General Theory” fue innovadora en la medida

que sustituyó al cuerpo de la teoría que desbarató. Reemplazó el interés convencional por los mercados, y los precios individuales por una mayor atención hacia las magnitudes agregadas. Suplantó las funciones individuales de demanda por una función de demanda global, una función de consumo y una función de inversión realmente notable. Sustituyó la teoría del interés convencional por la doctrina de la preferencia por la liquidez. Cambió el supuesto de una tendencia al pleno empleo por el equilibrio de subempleo. Finalmente, suplantó la hacienda pública neutral del pasado por las doctrinas intervencionistas de la moderna teoría fiscal. Estos son argumentos importantes a favor de la afirmación de que la economía keynesiana representó una propuesta original e innovadora.

En países que no encuentran otra cosa para salir de los razonables, persuasivos y trillados planes de estabilización, no parece extravagante meditar con un poco de discontinuidad. En la obra de Keynes reposan contribuciones que pueden dar respuesta a ciertos problemas económico-sociales presentes.

Yo me pregunto —¿Qué se quiere decir, cuando con aire jactancioso se le llama “keynesiano” a un economista?

5 de junio de 2001

## **La deuda externa Argentina**

La gestión de la deuda en los mercados financieros internacionales agrupa dos grandes bloques de propuestas, que pueden clasificarse en:

- 1) Operaciones de renegociación, refinanciación y reestructuración y,
- 2) Operaciones de Salvataje.

Estas últimas hoy están jugando un rol protagónico, jamás imaginado.

Su originalidad para reestructurar el perfil de las obligaciones y obtener nuevos bonos con propiedades más deseables, se ha convertido en una práctica de cada año en la Argentina (esta vez dos veces en un solo semestre).

Sin dejar de lado, el aporte de intimidación que realizaron quirománticos economistas en los días previos al “Mega canje”; existen ciertos componentes incuestionables.

En primer lugar, la volatilidad observada en la valuación de deuda de países emergentes, a partir del efecto “Tequila”. Indudablemente la globalización de los mercados y el devenir de la “economía casino” han creado “la punta” más abundante, la demanda especulativa, muy peligrosa. Consecuentemente sus derivaciones reforzaron una diversificada oferta de productos financieros, pensados para gestionar el riesgo de los “grandes jugadores internacionales” (Hedges funds).

Por otra parte, la tecnología ha posibilitado que las instituciones financieras, además de haber creado los productos, manejen sus precios y determinen las necesidades de coberturas de riesgo adicionales de sus clientes.

Es así como en este “Mega canje”, se unen las necesidades de los bancos, los acreedores y los deudores.

A esta altura de la revelación de la operatoria, podemos ampliar diciendo que estamos ubicados en la sub-categoría instrumental denominada (Debt for Debt Swap) o permuta de deuda por deuda. Un canje

de Deuda en Bonos, con condiciones de pago más extendidas y características de inversión diferentes.

La suma de ofertas recibidas de conversión de deuda externa (U\$S 33.200 M), dentro del menú manejado por los bancos comerciales, equivale a 2,26 veces el promedio del tamaño conjunto de todas los tipos de swaps de deuda pública, del mercado mundial del trienio 1.987/89 (u\$S 44.000 millones).

Pero: ¿A que costó hemos evitado la sospecha permanente del default?

El incremento de u\$S 2.257 millones de esta Mega operación, intensifica el peso de la deuda y dificulta en lugar de ayudar el tan deseado “up grade”.

Dada la tensión que hemos soportado por la persuasión externa y la presión local que regresaba el escenario de “default”, los beneficios del canje han de exceder momentáneamente los costos.

Pero si el plan de reactivación simultaneo no funciona, –digamos en voz baja–; el próximo SWAP, dependerá de la capacidad de absorber pérdidas de los recientes suscriptores. No cabe dudas, un nuevo canje solo podrá realizarse con fuertes tasas de descuento nominales, tanto que no podrán siquiera cubrirse, aún con las “disparatadas” tasas transigidas.

11-6-2010

## **España, lo peor está por llegar**

En Mayo de 2005 expresé en el Hotel AC de Barcelona (auspiciado por LEBONFANTE INTL. INV. GROUP, ver en Youtube), que podía ver que la mayor parte de las actividades que eran generadoras del crecimiento español, estaban desarrollándose en un ambiente de desenfado y de bonanza, pero que los “driving forces” (factores que la impulsaban) no podrían sostenerse por mucho tiempo, no eran una garantía de sustentabilidad a mediano y largo plazo en una economía que pudiera contraerse. También hablé del contraste entre los “españolitos 2005” con sus BMW y, los españoles mayores, inmigrantes que viven en mi Argentina, di ejemplos de cómo compraban y vendían al contado (cash) y construyeron fortunas con trabajo esforzado, por lo cual me sentía absorto de ver hispanos de Europa, viviendo como anglo sajones en Norteamérica. Unos jóvenes me esperaron al final de la conferencia para realizarme un sinnúmero de preguntas. Había logrado inquietarlos.

Las respuestas a esas preguntas, comenzaron a responderse dos años más tarde.

Durante mis 8 viajes a España en 2007, ya en Mayo en Madrid, al abrir un periódico de la tarde, me notifiqué del derrape de las acciones de una importante desarrolladora inmobiliaria.

Desde Enero de 2007 las empresas desarrolladoras inmobiliarias comenzaron a salir “desesperadas” fuera de España, para mantener los niveles de ventas que comenzarían a caer, y ya en el tercer trimestre, los sectores que llevaron adelante el protagonismo del crecimiento –debido al crédito fácil y barato “a lo norteamericano”–, manifestaban un endeudamiento extravagante, junto a los conflictuados “nuevos propietarios”. En algún momento los bancos serían afectados, sin duda.

Hoy el nivel de endeudamiento es desmedido y ya está afectado seriamente el nivel de consumo, cierran y reducen su personal las empresas locales, debido al estrechamiento de sus márgenes. Las crecien-



tes reivindicaciones sociales, manifiestan temor y falta de confianza, se alimentó una espiral deflacionista en las propiedades que hicieron crecer más la deuda de los deudores, hay menos oferta crediticia, mayor desempleo y malas perspectivas.

La prima de riesgo siguió imparable, al trastazo en la bolsa y el desplome de la moneda común, la prima de riesgo de España marcó máximos desde su entrada en el Euro. Alrededor de 200 basis points (diferencia entre la rentabilidad que se exige a los títulos de deuda a 10 años del Tesoro frente a los alemanes), de referencia, y permite evaluar la confianza del mercado en la situación financiera del país. A consecuencia de esta espiral de subida, frente al interés del 4,5% que los inversores exigen para comprar deuda española, lo que supone su nivel más alto desde Noviembre de 2008, a Alemania le basta con ofrecer un 2,5%. El aumento de la demanda de sus “bund”, considerados valor refugio por su estabilidad, ha favorecido el aumento de la prima. Los miedos, sobre los bonos españoles han determinado la rebaja de la calidad crediticia de España para la agencia Fitch, que le bajó la calificación de su deuda desde AAA a AA+ y, aunque sigue siendo una nota alta y se supone que no predice problemas de pago, los inversores piensan lo contrario. Se ha disparado el precio de los seguros por impago, los CDS (Credit Default Swaps). Este mercado especulativo, ha visto cómo el costo de asegurarse contra una eventual default de España se ha incrementado medio punto porcentual en apenas una jornada, hasta rozar los 300 puntos básicos. Ni las medidas de recorte del déficit, ni la confirmación de que habrá reforma laboral con o sin acuerdo entre sindicatos y patronal, han permitido que las voces se acallen. En España la situación social se complica, desde el año 2008, 350.000 familias han perdido sus casas. La deuda hipotecaria acumulada ya es absurda. Por efecto de la crisis unas 500 familias pierden su casa cada día y aún, lo peor está por llegar.

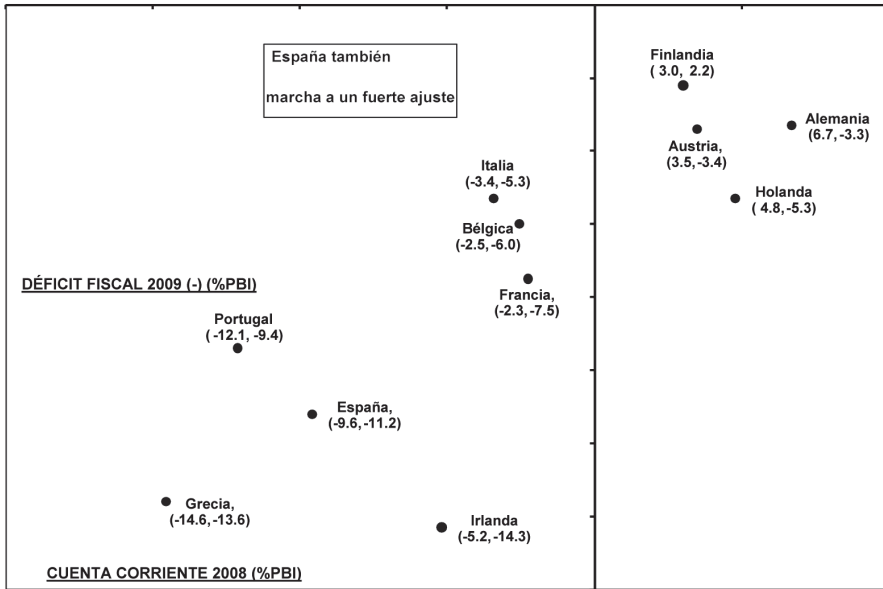
13-7-2010

## **España en apuros**

En 2007 observe un país opulento, cuya enorme capacidad para captar capitales, seducía y atraía inversiones extranjeras que representaban hasta el 160% del PIB en una Europa opulenta. En dos escenarios diferentes (euforia 2007 y desaliento 2010) las relaciones técnicas son las mismas, pero las interpretaciones son opuestas. Es cierto que la exposición exterior de España ha crecido casi tres veces en los últimos ocho años, ya en el primer trimestre de 2010, asciende a 1,80 billones de Euros, casi dos veces el PBI, según datos de la balanza de pagos (Banco de España). Los analistas de mercado se preguntan si esta exposición exterior es sustentable en el mediano plazo, porque aunque se coloco más deuda para pasar el chubasco, tampoco puede crecer sin límite. La UE absorbe el 69% de las exportaciones y proveen el 58% de las importaciones españolas. Desde la crisis, con un comercio exterior menos dinámico, España es aun hoy, un país que compromete con el exterior más del 170% de su PBI, y siembra dudas. Aunque el gobierno de Rodríguez Zapatero está adoptando medidas, la desconfianza sobre España para devolver capitales ha crecido. La tasa de ahorro de los hogares españoles está en máximos de 18,5% de la renta, y las empresas –salvo las del sector financiero– empiezan a disminuir sus necesidades de financiación. Esa es una de las grandes partidas que junto con el mundial de futbol puede ganar España; no así la deuda pública, que fue muy circunspecta hasta 2007, pero ahora crece. Una relación de 53% Deuda/PBI alcanzada en 2009, no representa una proporción comprometida –en un país del tamaño de España–, pero los mercados no confían apasionadamente, más bien temen que parte del endeudamiento privado se transfiera al sector público (Recuerde la solución de Cavallo en Argentina 1982). Con el objeto de optimizar la imagen externa, tanto el sector privado como el sector público, se están imponiendo tratamientos de “down sizing” No obstante el “down sizing”, de bajar kilos inmediatos, no puede hacerse cortándose las piernas del

paciente, porque no puede acabarse con la obesidad sucumbiendo a una parálisis. Una economía escuálida no puede ser la opción para recuperar la energía macroeconómica. Es muy difícil reducir el nivel de deuda sin que se afecte el crecimiento, ni siquiera creemos que los acreedores estén persuadidos o impresionados por los recortes, porque ya vieron los resultados de países como Argentina con la “Regla de Déficit Cero” de Cavallo que terminó en default. Si se paraliza la economía, será muy difícil hacer frente a las amortizaciones, los mercados han aprendido que la falta de crecimiento es lo más peligroso para efectivizar sus acreencias. El costo de financiación de la deuda en estos días es más alto, pero no hubo problemas para distribuirla entre sus tomadores; comienza a verse lógico que los españoles paguen más interés que los alemanes, algo que vengo sosteniendo en artículos anteriores. Pese a los problemas de déficit y las malas perspectivas económicas, los inversores mantienen cierta confianza en España, aunque le subieron el costo (la tasa). El buen resultado obtenido en la colocación combinada con 6 bancos de 6.000 millones de Euros de deuda, puede considerarse un éxito en términos de demanda, porque permite augurar que el Tesoro podrá afrontar los compromisos de pago que tiene este mes, y que ascienden a 24.000 millones de Euros. La respuesta positiva que ha tenido la operación, ha consolidado el ambiente de euforia de los mercados de renta variable. Ante este panorama, la hipersensibilidad instalada en los mercados hace que cuando hay que subir, se lo haga con la fuerza, pero también ocurre lo contrario cuando toca bajar. Remarco la operación del Tesoro, por la confianza demostrada por los inversores, como su diversidad geográfica, al solicitar más de 13.000 millones a España, que permite moderar por el momento, temores eventuales. Sin embargo la colocación de nueva deuda, no es una ganga, el estado abono 4,85% por sus títulos de deuda que vencen en 2020.

España e Italia marchan al ajuste



12-8-2011

## **EE.UU. y Europa tambaleando**

Esta fue la semana de mayor tensión en los mercados financieros desde la crisis de Lehman Brothers. En EE.UU. el Congreso estuvo a punto de declarar un default, antes de elevar su “techo” de endeudamiento. Las dificultades para evitar la cesación de pagos pusieron de manifiesto problemas económicos reales y también desacuerdos políticos casi insalvables. El mundo asistió a una especie de “125 vs. Campo” a la estadounidense, que al final terminó con la reducción de la calificación crediticia de la primera potencia mundial.

El presidente Obama debió aceptar hacer el trabajo de un presidente republicano; es decir, aceptar un draconiano ajuste fiscal, abandonando el “keynesianismo” de Bush y el Congreso, cuando anunciaron el impulso fiscal y monetario más extraordinario de la historia estadounidense (T.A.R.P.).

Europa encara un nuevo rescate para Grecia evitando así el colapso heleno, pero esta movida solo prolonga la agonía de una muerte anunciada, a con un costo social intolerable. Dudas sobre la solvencia de España Italia y aun Francia (con sus bancos), agregaron más tensión, recuerde que solo España e Italia representan el 28% del PBI de la Eurozona. Los mercados financieros reaccionaron catastróficamente, nada parece ser permanente; hubo desesperación el lunes y el miércoles, pero revirtió en hilaridad el resto de los días. Las bolsas experimentaron retrocesos espantosos y recuperaciones absurdas; paradójicamente en medio del pánico, solo eran seguros los bonos estadounidenses –responsables del desorden previo que originó el downgrade de S&P.

Tras la intervención del Banco Central Europeo comprando bonos españoles e italianos, frenó el ataque especulativo, pero la pregunta del millón es: ¿Por cuánto tiempo más?

Existe una realidad indiscutible, la incertidumbre respecto al rumbo de la economía global se mantendrá elevada, como no sucedía desde

2009. Si la volatilidad de esta semana es la base, seguirá presente el peligro de pánico hasta que no llegue una solución definitiva a los problemas reales que tienen las economías desarrolladas. Las recetas estándar donde la consolidación fiscal y las reformas estructurales son necesarias para garantizar la sustentabilidad de largo plazo de Europa, agravan las perspectivas de recuperación de la actividad y el empleo.

Lo único seguro es que no se resolvieron ninguno de los problemas que ocasionaron las turbulencias, no existen soluciones en los problemas subyacentes.

## CONDICIONAMIENTOS INTELECTUALES Y CUENTOS

5-2-2009

### **No se logra pronosticar acertadamente**

Me parece atrevido que, pese a los datos reales verificados, ex post de los pronósticos económicos y políticos en todo el mundo; se siga previendo el futuro como si se supiese. Se emplean las mismas herramientas y métodos antiguos que excluyen todo tipo de suceso extraordinario, en Argentina, EE.UU. y China. Como sociedad global, nos hemos dejado conducir por agoreros, sortílegos, hechiceros; académicos o funcionarios que usan matemáticas adulteradas.

Anunciar el porvenir escapa a las habilidades de un profesional, lamentablemente llamado economista, politólogo, etcétera. Somos gente con enormes límites estructurales en nuestra capacidad de elaborar o trabajar con “modelitos”. Hoy Internet debería limitar las posibilidades de “jugarse con un modelito” y cometer groseros errores. Casi nadie de esta “especie sortílega” reflexiona y acopla al modelo las modificaciones y el incremento en la complejidad de los problemas del mundo actual. Esto no es nuevo, se aceleró en los últimos tiempos, pero lleva muchos años y existen ejemplos extravagantes.

—¿En cuánto erraron —en términos de costo y tiempo— los organismos multilaterales de crédito, economistas, políticos y militares que proyectaron la arquitectura económica financiera de Yaciretá? —¿Cuánto dijo el FMI que iba a crecer la Argentina en 2003, 2004, 2005, 2006...?

Cuando hacemos pronósticos, los economistas y politólogos somos petulantes en base a aquello que creemos saber —me incluyo—, porque tendemos a creer que sabemos más de lo que realmente sabemos. Las

implicancias reales que esta inmodestia tiene, la estamos viendo en los países más desarrollados, y son devastadoras.

—¿Por qué cree usted que casi nadie habla de la historia de sus pronósticos con documentación enfrente, o con acceso irrestricto en un sitio de Internet, dejando cinco años de archivo?

Obviamente por mantener la presunción del sabelotodo, una confianza desmedida que crece con el conocimiento amplio y pequeño —en los casos más vituperables—, sin percibir la amenaza que descarga la confianza en sí mismo, para el resto de la humanidad. Esto se exagera en forma exponencial, cuando los que están a cargo de efectuar pronósticos son “escuchas” de otros adivinos, o simples lectores de prólogo y contratapa.

### ***Condicionamientos intelectuales***

Algunos economistas no pudieron ni siquiera opinar sin recibir reprobaciones de una descalificante altanería.

Por aquellos tiempos, los premios Nobel Stiglitz y Krugman eran idiotas para los economistas argentinos egresados de Harvard y Chicago.

Aun hoy, perdiendo quince a cero y yendo últimos en el ranking mundial, muchos de estos profesionales consideran que pueden “pelear el campeonato”. Reza un proverbio de versión popular: *“Al orgullo le sigue la destrucción, y a la altanería el fracaso”*.

Con apertura, privatizaciones y liberalización a todo vértigo, se vivió un exitismo cortoplacista igual al de algunos países de Europa, con burbujas de otro tipo, pero similares a las de Europa.

Ese botín de los especuladores de la década del noventa en Argentina, alimentó el fracaso futuro del país, liquidó la industria nacional y la mayor parte del empresariado argentino.



3-4-2009

## Un pesimista a tiempo completo

Un chocante informe de la revista *The Economist*, imagina una onda de inestabilidad política y social en diferentes partes del mundo, que no coincide con los sucesos que estamos contemplando. Por supuesto para esta revista, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, y otras naciones están a salvo. Irak, Afganistán, Pakistán, Camboya, Ecuador, Bolivia, y varios países africanos, son de muy alto riesgo de inestabilidad. Estas naciones ya han sufrido mucho por sus propios problemas, antes que la globalización los amplifique.

En Sudamérica, solo Brasil, Chile y Uruguay se salvarían de esta maldición. Argentina fluctuaría entre los 33 países que están entre riesgo alto y muy alto –en 165 países–. El informe presagia amenazas a la continuidad institucional, esta predicción es coincidente con exabruptos, y deseos difíciles de ocultar. Recuerde que los periodistas que escriben en este medio, son adversarios del enfoque económico prevaleciente, hoy en día. Hasta hace muy poco tiempo Islandia e Irlanda eran el paradigma de lo que había que hacer en otros países. Esta revista está siendo fuertemente perjudicada y cuestionada por la realidad de los acontecimientos. El propio gobierno –británico– está haciendo todo lo contrario de lo que los columnistas de *The Economist* pregonaron por años.

–¿Presagios de proliferación de protestas sociales contra gobiernos populares sudamericanos con superávits, altas reservas, y progresos en materia social?

La lógica del informe no es casual, es consistente con la ideología del medio –los intereses que resguarda y simboliza–, más el negocio que implica dar a su público, lo que desea leer.

No obstante una crisis económica global, con epicentro en los países ricos, está teniendo efectos sociales extendidos en los países emergentes. Sin embargo, esta vez los países más vulnerables son y serán los centrípetos, que inclusive podrían ver afectada su estabilidad social, y hasta

política. Luce quimérica mi afirmación, pero sospecho que podrían manifestarse protestas crecientes en ciudades de EE.UU. y Europa. Existen fuertes indicios que estamos transitando nuevos tiempos, imposibles de comparar en la historia. Acabamos de asistir a una desenfundada protesta en Londres en medio de la reunión del G20, solo semanas después de ver fotos de una marcha con más de un millón de personas en Francia, donde además se secuestran empresarios, con 45% de aprobación pública según encuesta de –diario Le Parisien–. Los trabajadores de Sony France, Caterpillar France y 3M retuvieron a sus directivos como rehenes para ser escuchados en sus reclamos. El mayor sindicato italiano –CGIL– acaba de desfilarle a “Berlusca” –así le llaman los italianos a Berlusconi– nada menos que 200.000 personas, reclamando medidas para combatir la crisis del sistema productivo y la protección social.

Paradójicamente en nuestra región, la estabilidad de los gobiernos no parece amenazada más que por esta imprecación de The Economist. Los presidentes Correa, Chávez y Morales reformaron constituciones, obtuvieron reelecciones con respaldo generoso y expresiones multitudinarias. Bachelet enfrenta estudiantes enojados, pero en Chile no corre riesgo la democracia. Lula es un ídolo en Brasil, y lo es también de Barak Obama, según las propias palabras del presidente estadounidense. Brasil le presta dinero al FMI. Tabaré Vázquez no tiene conflictos, Álvaro Uribe cuenta al mismo tiempo con la aprobación de los EE.UU. y de su propio pueblo. En la Argentina el enfrentamiento bipolar es folklórico. “Peronismo versus anti peronismo”, un clásico como Boca y River, los mismos escenarios con distintos jugadores que cambian de club o se amotinan en el mismo equipo. Ya empieza la campaña para las elecciones, y nadie serio piensa en un estallido social.

En suma, The Economist tiene una visión muy enfrentada con la realidad, –a menos que conozca algo oculto y secreto que todos los ciudadanos sudamericanos ignoramos–. Nuestros países –en América del Sur–, han dado respuestas y tienen recursos para enfrentar esta crisis –que comenzó hace dos años en EE.UU.–.

Leer *The Economist* es muy paquete en mi profesión, pero los pronósticos de esta revista vienen siendo inexactos, no han diferido de los del FMI, las calificadoras de riesgo y los departamentos económicos de la desmembrada banca de inversión. El derrumbamiento del prestigio que se asignaba a este tipo de prensa es obvio. Sus artículos han desorientando a muchos pseudo descifradores globales.

Tal vez el anuncio de reformas del G20, debería haber incluido el análisis de la acción mediática global y su impacto desestabilizador en las economías emergentes.

3-7-2010

## **Pierde credibilidad la biblia pro mercados**

¿Cómo reemplazar la ilusión de las promesas que contaron las revistas de negocios, acerca del libre mercado, la globalización, la desregulación y la ingeniería financiera? Los medios conservadores tradicionales en el mundo, soporte de los banqueros centrales y del establishment internacional; también solían preocuparse predicando que se mantuviese controlada la inflación; pero el Reino Unido y EE.UU. temieron más por sus mercados, el consumo y la facturación. Con todo y eso, en los EE.UU., la recuperación en el empleo y la producción siguen “stand by” (en pausa), aun con un crecimiento de la base monetaria de 142% en 8 trimestres, y tasas de interés próximas a cero.

Un periódico como el FT, en esto días apela a “la experiencia japonesa”, pretendiendo minimizar la inundación verde, diciendo que una mayor oferta monetaria no necesariamente se traduce en inflación. –¿Japón?– Japón no es EE.UU., ni ningún otro país de la tierra, lo dijo Paul Samuelson hace 40 años, Japón es único.

Que nos explique el FT: ¿Por qué sube el precio del oro, si no existe peligro de inflación? En parte porque el Banco de Inglaterra está por alcanzar el doble de la tasa de inflación permitida, y pronto tendrá que informar formalmente al Secretario del Tesoro del Reino Unido. Obviamente la evolución de los precios del metal no obedece a la demanda para la producción, sino que ha seguido el crecimiento de la oferta monetaria, como el riesgo país y las expectativas del DJ, que nuevamente está por debajo de los 10.000 puntos.

Que paradójico, el FT ahora nos alerta de la estrategia perversa de marketing de los Hedges Funds, que lanzan productos denominados en oro para estafarnos. Lástima que no lo hicieron mientras los Bernard Maddoff timaban ancianos en WS.

Ningún árbol crece hasta el cielo, hasta un alumno de primer año de ciencias económicas lo sabe. Si el oro sigue desacoplándose de otros

activos, sus tenedores en algún momento tomaran ganancias y se comprarán todo lo que esta barato, habrán realizado una inteligente “bicicleta” de gestión de activos, solo que como FT está alineado a los que perdieron margen de portafolio, tal vez ellos mismos quedaron afuera.

FT como otros pasquines de negocios que no se diferencian demasiado de las revistas del corazón, esta haciendo pedazos la credibilidad de sus lectores.

¿Donde quedaron las doctrinas monetarias? ¿Como es que se puede expandir la oferta de dinero 142% sin riesgo de inflación? ¿No era que los Bancos Centrales debían ser independientes y concentrarse en mantener baja la inflación? Hoy la FED, el BOE y el FT han perdido la pulseada de imponer su anterior perspectiva filosófica, en los mercados de todo el mundo. La apelación del FT al caso Japón, nos indica que, muchos de sus seguidores inteligentes, dejaran de estar ansiosos por leer sus editoriales, tal y como era antes del diluvio monetario.

***DJ: Dow Jones, indicador más importante de la Bolsa de New York***

***WS: Wall Street***

***BOE: sigla del Banco de Inglaterra***

***FED: sigla de la Reserva Federal de los Estados Unidos***

16-2-2005

### **¿Que venden los lobbistas de la globalización? (Conveniencia, miedo e inexactitudes)**

Los tenedores de bonos alemanes, italianos y japoneses fueron encaminados hacia el fraude por parte de la banca de inversión, y deben soportar ahora la mayor indefensión jurídica que se pueda detentar. Así se expresan los fallos judiciales nuevos con respecto a los bancos europeos que colocaron deuda argentina en el mercado *voluntario*.

Un periodista del Wall Street Journal (Blunstein – agosto de 2003), publicó una nota en la que contaba las maniobras y tretas que realizaron los bancos de inversión, mientras colocaron el festival de bonos basura. Cuando el nivel de riesgo país argentino, impidió que legalmente sus bonos fueran comercializados en los Estados Unidos, los bancos comisionistas los instalaron en Europa, donde las regulaciones son mucho más flexibles y los inversores parecían estar más adormilados. Cualquier consultor (de aquellos que hoy murmuran acerca de lo mal que procedió el gobierno nacional al ofrecer una excesiva quita en la propuesta de reestructuración) se ha burlado por lo menos una vez, en privado, o ha dudado con fundamento técnico de las posibilidades argentinas de atender puntualmente las amortizaciones correspondientes a las sucesivas y descontroladas emisiones de deuda.

Mientras, algunos consejeros más astutos comenzaron a hablar en 2001 (de repente), de un posible estrangulamiento financiero; lo cierto es que mucho tiempo antes sabían que los inversores pequeños, compradores de bonos, no tenían la menor idea de donde se estaban metiendo. Cualquier sujeto involucrado con la economía, que haya viajado a los centros financieros durante 1999-2000, ha sido consultado necesariamente sobre los potenciales problemas que Argentina podría tener. Es por eso, que los propios personajes que intentan echar toda la culpa sobre los hombros de los gobiernos que blanquearon el default son los mismos consejeros que callaron el único pronóstico que pudieron haber acertado en los últimos cinco años. Muchos bancos con esta cátedra de

asesores, en fortuita complicidad con esos *no pronósticos*, percibieron substanciosas comisiones. Por otra parte, muchos expertos, además, recogieron honorarios en dólares a un peso mientras estiraban su hipotética ingenuidad durante el mayor tiempo posible.

Los bancos en Italia no se privaron de nada, vendieron hasta bonos basura de empresas privadas nacionales, inclusive poco tiempo antes de que fuesen a default, algo que en la jerga financiera resulta altamente deshonesto. El Corriere della Sera (5 de enero de 2004), dijo que hasta un prestigioso banco norteamericano recomendó a sus clientes comprar papeles de Parmalat, solo sesenta días antes del hundimiento, cuando ya había fuertes indicios de fraude corporativo. Existen testimonios sobre la Popolare de Bergamo, la cual realizaba una campaña de telemarketing para pequeños inversores antes de que la Argentina entrara en default.

Por el lado de los damnificados italianos, algunos bonistas sinceros ya confiesan que van a pelearla hasta el final, pero que sabían de antemano, que estaban haciendo una inversión especulativa de alto riesgo por la tasa de interés que devengaban los bonos.

En otro orden de cosas, Hewlett-Packard acaba de destituir a la presidenta ejecutiva Carly Fiorina, una de las mujeres más influyentes del mundo de los negocios, la cual se hizo famosa en nuestro país por la inusual difusión del plantón que le propinara Kirchner.

Los lobbistas locales pusieron el grito en el cielo, aunque los internacionales dicen que la partida de la señora Fiorina es una muy buena noticia para Hewlett-Packard. Las acciones de la empresa ganaron más de 11% en las operaciones electrónicas, aún antes de la apertura del mercado, solo con la noticia. El jefe de inversiones de Bartlett & Co., señaló su alivio por el cambio en la presidencia del mayor productor de computadoras. “Esta fue una decisión que esperábamos hace mucho tiempo”, expresó. La señora Carly Fiorina, abordó a Hewlett-Packard en 1999 y se convirtió en el centro del descrédito de los inversores y de los cabecillas del “Valle de las Siliconas”, por contribuir a la aprobación de la fusión

de Hewlett Packard y Compaq en 2002, aunque en la Argentina, nunca se tuvo noticia de estos detalles.

Los mismos influyentes asesores que debieran haber informado esa realidad, pasaron sin embargo dos semanas, realizando comentarios cáusticos acerca de la actitud del presidente Kirchner, exhibiéndolo como un energúmeno con un espíritu perjudicial para lograr un ambiente “pro negocios” en la Argentina.

¿Qué clase de asesoramiento profesional es este que venden los lobbistas de la globalización?



15-12-2005

## **Goodbye My Friend!**

### **Argentina y Brasil se despiden del FMI**

Anne Krueger, es una dama de hierro, implacable con los deudores.

Escuché rumores que Argentina la puede dejar fuera de juego. El FMI quedó sin respiración al tener que contestar la decisión tomada por el gobierno argentino. Anne K no tiene argumentos para explicar que sus acciones intimidatorias, nunca surtieron efecto en Néstor K. Es decir K+K, no funcionó.

La declaración de Rato y los patrocinadores de la consigna: “acata-miento incondicional al FMI”, hoy se ausentaron.

—¿Qué paradójico? —Si el FMI acertó en su receta con Brasil y se equivocó con la Argentina, —¿por qué las decisiones de ambos países son coincidentes en abandonar la asistencia de ese organismo?

En el caso de Brasil, el día Martes, Rato trató de mostrarse convencido de que la posición externa brasileña es crecientemente fuerte y que la cancelación de deuda obedece a su excelente relación de liquidez, facilitada obviamente por escuchar las reglas del FMI. Esto se expresa en forma inexacta, ya que Brasil acumula una enorme deuda externa que más temprano que tarde tendrá que reestructurar si sigue subiendo la tasa de referencia la FED.

Ante la decisión argentina de cancelar su deuda de 9.810 millones de dólares, Rato simuló estar satisfecho con la medida que le quita a su entidad un beneficio de casi novecientos millones de dólares en un solo año. Como ejecutivo de cualquier entidad, tendrá que encontrar el modo de reemplazar un solo cliente que pagaba puntualmente su deuda, y le hacía ganar dinero amortizando intereses o pronto tendrá que volver al Real Madrid. El hombre dijo: “le doy la bienvenida al pago argentino de sus obligaciones pendientes con el Fondo”, en un comunicado que tardó unos cuantos minutos en elaborarse, se refiere “off the record” que ha-

bía más de media docena de expertos en construcciones retóricas para redactar semejante simpleza. Esto se difundió por la noche aquí en los EE.UU.: “Esta decisión fue tomada por el gobierno (argentino) de acuerdo con sus derechos que como miembro normal del Fondo puede ejercer, y refleja su confianza en que su posición externa es lo suficientemente fuerte para autorizar el reembolso temprano”, dijo Rato. En realidad su sorpresa fue de tal magnitud que elaboró un elogio que contrasta con las frecuentes críticas y dudas acerca de la solvencia argentina que proferió hace solo unas semanas. Rato afirmó que “importantes desafíos y oportunidades” tiene por delante desde ahora la Argentina. —¿A que se referiría el Dr. Rato?—. Prosiguió diciendo, “el Fondo mira hacia delante —es mejor que no mire para atrás— para mantener una relación productiva con las autoridades de Buenos Aires, y seguimos listos para asistir a las autoridades argentinas de cualquier manera que pueda ayudarlos a afrontar estos desafíos”. Claramente esta última parte tiene un grado importante de incoherencia. —Hablamos de la corte económica que toma las decisiones que influyen en la vida de millones personas, muchas de las cuales viven o mueren, a partir de sus conclusiones. —Ni este equipo se sostiene, ni el paquidérmico, anacrónico y desvirtuado organismo justifica ya tanta influencia.

20-11-2008

## **Majestuosidades de las revistas de negocios**

Quienes fueron en tiempos pasados las majestades de las revistas de negocios, concluyen hoy como actores de la mayor tragicomedia financiera mundial. La realidad es que estos talentos no encuentran el rumbo a seguir desde mediados de septiembre, cuando se les desplegó repentinamente “la caja de Pandora”. Desde entonces quedó demostrado que las asunciones de racionalidad del comportamiento de los mercados en la teoría económica, no es más que una entelequia.

A pesar de la acciones coordinadas de los gobiernos, la reunión del G20, los anuncios que proclaman que “todos harán de todo” para evitar un colapso internacional; las bolsas no mejoran. Ni recapitalizando a los bancos mediante la compra de acciones preferidas, ni garantizando los pasivos bancarios, ni proveyendo liquidez ilimitada a todo el sistema financiero para restablecer el crédito. Con todas las medidas dispuestas, los mercados siguen volátiles, y ningún profesional serio puede decir hasta cuando se prolongará esta odisea, lo cierto es que va siendo hora de realizar una reingeniería de la economía mundial, sometida desde hace muchos años a un desarrollo insaciable y desordenado de los mercados de capitales en general.

El serrucho descendiente no cesa en los mercados financieros. Los técnicos a cargo de sortear esta situación, no tienen plan, y han cometido errores groseros; habiendo hecho un mal diagnóstico, han actuado con improvisación y temeridad; emprendieron un plan táctico desatinado, con equipos técnicos que no saben ni creen en heterodoxia, y por lo tanto actúan contra sus propias convicciones cometiendo toda clase de errores.

En un intento por traer tranquilidad, los emisarios han soltado un montaje que consiste en decir que los mejores profesionales del mundo, los más adecuados para pilotear una crisis financiera están hoy en el timón. Lo cierto es que no hay ningún premio Nobel heterodoxo presente, y los actuales pilotos de tormenta son los mismos progenitores

de la calamidad. Los propios que están bajo “la gran orden”, quienes promovieron el pensamiento único, inventores del mito según el cual la desregulación alienta la innovación, aquellos que convirtieron a los mercados financieros en un fin en sí mismo, en lugar de un medio de la economía. Del mismo linaje, las calificadoras, nunca ayudaron a disminuir los riesgos sistémicos e hicieron una pésima asignación de recursos. Los bancos exportaron al mundo activos inflados por las sociedades que los compraron, con el auxilio de las calificadoras de riesgo que pusieron valoración “AAA” a las titulizaciones subprime. Si es que se equivocaron en sus hipótesis de trabajo, estos últimos genios han sido por lo menos cómplices de los bancos en la sobrevaluación engañabobos que ha inundado el mundo entero.

14-5-2009

## **Estafa al capitalismo**

Todo el sistema capitalista amenazado por los excesos que produjo el fundamentalismo de mercado.

Ganancias elevadas, distribución de dividendos record, en base a fusiones y adquisiciones con despidos y disminuciones de sueldos. Cuando se agotó la fórmula, la innovación consistió en deslocalizaciones de plantas hacia países con altos niveles de desempleo y precariedad, en todas sus formas.

En estos días ya nadie recomienda “mirar lo que hacen los países exitosos”. –¿A cuál de aquellos le va bien hoy? –¿Que deberíamos copiar?

El fundamentalismo de mercado no tuvo proyecto. –¿Qué se hizo con el dinero que ganaron las empresas entre 2003 y 2007? –Estos años han sido los de mayor crecimiento del PBI mundial en la historia. –¿Se crearon fábricas, se construyó infraestructura, se avanzó en investigación y desarrollo? –No. Todo el tiempo se favoreció la codicia y la especulación financiera que vivió una carrera desenfrenada por obtener ganancias de inmediatez novelesca. Estímulos permanentes al rendimiento financiero de corto plazo que no generan creación de riqueza.

En ese contexto –con desregulaciones y sin controles– se desarrollaron desviaciones de todo tipo que pusieron en peligro el sistema capitalista. La economía mundial puesta en un callejón, apela hoy a estímulos artificiales de dudosa sustentabilidad en el tiempo. Caen las ventas, la rentabilidad, la producción, el consumo, el empleo y crece la incertidumbre afectando la inversión reproductiva, llave del crecimiento a largo plazo.

La esquizofrenia de los mercados ha influido en el comportamiento de las empresas y de la gente cambiando la cultura del compañerismo, el equipo y la solidaridad por el egoísmo y la avaricia. A lo malo se lo ve bueno y, a lo bueno se lo ve malo: los despidos masivos patrocinados

por los ejecutivos que conducen las corporaciones producen aumentos en las cotizaciones de las empresas y generan expectativas favorables, en lugar de destituciones en el directorio.

—¿Cómo explica un ejecutivo que al despertar una mañana descubrió que la dotación de personal de su empresa era excesiva en... digamos 7.000 personas?

En lugar del saludable “animal spirit” del cual hablaba Keynes, yo estoy viendo un peligroso “animal behavior”.

¿Qué pasó con la filosofía del ahorro garantizando jubilaciones dignas?

En manos de la especulación financiera, con soporte ideológico del fundamentalismo de mercado, los ahorros no fueron asignados en forma eficaz, como presume la teoría. Lamentablemente, se ha sacrificado el futuro de quienes creyeron en un único modelo posible serio y privado.

La verdadera solución debe comenzar con un sinceramiento. Es necesario exponer este tipo de terrorismo con sus autores intelectuales. Se deben asumir responsabilidades frente a ahorristas y alumnos de universidades engañados. Luce imprescindible una exteriorización de las causas del desbarajuste económico internacional. Fundamentalmente hace falta decir que el sistema capitalista ha sido estafado, por quienes se suponía fuesen sus custodios.

## **MEDALLAS DE ORO SIN SOLUCIONES**

Una vacía y decadente clase de profesionales que idolatra el aparente refinamiento de la educación que brindan ciertas universidades, sigue desconcertada. Adoraban supuestas eminencias, rezaban los números y los datos que en apariencia eran sólidos y concluyentes.

En muy discutibles y anticuados conceptos, la capacidad de un economista se vinculaba a la habilidad de memorizar y aplicar la información almacenada. Recuerde a John Nash, en la película “Una mente brillante”.

Antiguamente, en la universidad las calificaciones más altas se le asentaban a los que tenían más memoria, o se concentraban más en una sola actividad. En ese esquema de evaluación, Irving Wallace no debiera haber escrito tantos libros tan extraordinariamente minuciosos. Eso sin hablar de Bill Gates, que ni siquiera completó sus estudios en Harvard porque le pareció una pérdida de tiempo.

En el mundo los economistas conceptualmente antiguos, suele comentarse que “tal o cual” colega fue “medalla de oro” por sus calificaciones, como si eso le asignara más probabilidades de triunfar en un cargo, o sus argumentos teóricos pudieran darles pasión por la economía de su país y su pueblo.

Por otra parte parecía que los números nunca mentían ni distorsionaban la realidad, obviamente esto era una falacia. Siempre se habla sobre cual es el economista que tiene los mejores números en tal o cual país, y realmente los hay buenos y muy rigurosos. Pero si los números de la economía y los economistas con mejores notas, egresados de las mejores universidades del mundo son el barómetro del éxito, ¿cómo es posible

explicar el default argentino, la quiebra de Lehman Brothers, sin que las calificadoras de riesgo se percataran un día antes?

Algo que hemos aprendido en Argentina y ya se sabe en todo el mundo, es que nadie sabe lo suficiente como para acertar con un margen de 10% el crecimiento del PBI de su país en el próximo año. No quiero mencionar los nombres de eminencias aparentes que han errado 5 puntos porcentuales el PBI de la Argentina. No quiero tampoco quitarle importancia a la formación académica, a las habilidades estudiantiles ni a las altas casas de estudio. Yo mismo he completado una Maestría, todos tenemos necesidad de conocimientos aun mayores. Si un profesional no conoce instrumentos, si no ha realizado ejercicios y trabajos, no puede participar en el enlace de ninguna idea, eso es obvio, pero la formación académica no puede ignorar la realidad de los “cisnes negros”, desde el 11 de Septiembre de 2001.



## UNA FRANQUICIA DE “AL QAEDA ECONOMICS (AQE)”, INSTALADA EN ARGENTINA

La tasa de interés, es el arma de destrucción masiva más contundente, muy superior a las utilizadas en Nagasaki e Hiroshima, capaz de realizar exterminios masivos. La suba de un punto porcentual en la tasa de interés variable de la deuda de un país promedio (cuya relación Deuda/PBI es de 50%), resta instantáneamente 0,50% del PBI, en términos de gasto público, solo para atender los servicios financieros. Esto se traduce en un sector público que aplica reducciones de dinero al financiamiento de hospitales, escuelas, policías, jubilaciones, o empleo estatal. En el sector privado, provoca desaceleración de la actividad económica, desincentivo a la inversión (menos fábricas o reducción de turnos) y desempleo proporcional a las dos primeras menciones.

Aunque claramente AQE son terroristas, dadas las pérdidas que ocasiona su accionar, no operan como una organización ni un movimiento, no obstante existe en forma implícita una red de chantaje económico. No hay un Osama bin Laden, pero hay cientos de analistas políticos, economistas y comunicadores sociales que coinciden en su cariz con el mismísimo sanguinario bin Laden. En este extremo podemos ver la enorme coincidencia de quienes piensan y actúan desde el mesianismo fundamentalista. Sirven al dios Dinero, y sus profetas económicos anuncian por todo el mundo las bondades de la libertad incondicional de los mercados. Ciertos economistas comparten el hecho de haberse educado en prestigiosas universidades como el líder Talibán —*estudio en Inglaterra*—, otros; en las escuelas de economía y negocios de mayor marketing del mundo, que con su sello proveen una ostensible impunidad y arrogancia a un considerable número de sus egresados. En el resto, coincide el hecho de haber recibido diferentes tipos de financiamiento

en sus estudios, lugares en empresas u organismos, con un obvio interés resarcitorio y transaccional, como las que recibió el asesino talibán, y como antiguamente otorgaba Babilonia a los cautivos, en los tiempos de Nabucodonosor.

La estructura es informal, pero tienen cientos de militantes en el mundo y redes de contactos que les otorgan una muy amplia movilidad de acción, es por eso que ofrecen una gran dificultad a los gobiernos que deseen desarticularlas. El presunto objetivo ha sido y es, reunir a todos los países bajo un mismo pensamiento, lo estimulan de modo fresco, pero regido en forma estricta bajo las leyes de los mercados que estarán siempre por encima de la Constitución de los países. Para ellos, –aunque no lo dirán abiertamente– aquellos gobiernos que no se ajustan a estas políticas deberían ser sustituidos, cualquiera de estos chicos ya ha sido funcionario o aceptaría ser ministro de una dictadura. Desde su principio, “AQE” ha considerado a todo lo que no es propio de su forma de pensar, como enemigo, y ha entrenado a todos los alumnos de las universidades de mejor marketing mundial, para embarcarse en una guerra furibunda, como forma de resolver los asuntos económicos. La disputa es contra aquellos que están fuera de sus extremos básicos, en especial, contra los países de idiosincrasia independiente. Los terroristas de la economía provienen de organizaciones glamorosas y reputadas, de tendencia resuelta. La meta que persiguen con sus graduados es, el reemplazo informal de las instituciones nacionales, por Bancos Centrales adictos, sometidos al fundamentalismo monetarista y de libre mercado. Desde la muerte de su líder e ideólogo, Milton Friedman, sólo han tenido disgustos y, han puesto en riesgo la continuidad del capitalismo, que creen defender. Su ideología y sus tácticas han tenido influencia sobre otros grupos de corte neo clásico o directamente se los han fagocitado, distinguidas universidades han subyacido ante “su majestad de Chicago”, y aun muchas prestigiosas y antiguas organizaciones afiliadas al entorno intelectual.

Ampliamente conocidos por poner en marcha o proponer políticas de shock, que incluyen la más absoluta abstracción sobre los costos so-

ciales, odian a los dirigentes sindicales, y a todo lo que huele a popular, en general. Si no tuvieran origen occidental, serían considerados, una red terrorista.

El fundamentalismo de mercado, de no haber sido contenido por la crisis financiera internacional, ya estaba abriendo el sendero a una revolución socialista, aun en los países más capitalistas. Son funcionales al comunismo, podemos verlo en China, predispuestos ciento por ciento a los cambios económicos furibundos, con gobiernos violentos.

Los seguidores del grupo central, generalmente son llamados “monetaristas”. Todos los documentos, trabajos de investigación, libros y otros materiales producidos están firmados por un elenco estable de académicos que se refiere a esta visión como una teoría económica “nirvana”; aunque en realidad, es una propuesta de política económica totalitaria.

El monetarismo salvaje, tiene su origen en la década del ‘70, estimulado por el premio Nobel de economía otorgado a Milton Fridman, referido por sus seguidores como un “gurú”, cuyas enseñanzas crearon los fundamentos para la doctrina de sus militantes. Su visión se separó del capitalismo de la producción y el trabajo, a la vez que se alejó de los aspectos sociales, para siempre jamás. Es una derivación de los clásicos menos flexibles, con deformaciones autocráticas mayores, en el mejor de los casos.

Los monetaristas establecieron su base en la Universidad de Chicago, donde Fridman enseñaría a muchos estudiantes esta ideología radical, convirtiéndolos en una verdadera “secta de la economía” conectada con otras sectas. El monetarismo obtuvo el control de bancos centrales a través de sus hombres, y el reconocimiento de las universidades estadounidenses que compraron sus recetas, también desarrollaron rápidamente una presencia significativa en las universidades privadas de Latinoamérica y Europa, aun en las más antiguas.

En la segunda mitad de los ‘70, el monetarismo desplegó una serie de conferencias y congresos en todo el mundo, predicando su propio

evangelio –un capitalismo salvaje–, en estos encuentros fueron reconocidos y solicitados por académicos y gobiernos que cayeron a sus pies, seducidos por la elocuencia de sus sermones. Se formó alrededor de esa quintaesencia, una especie de “Directorio Jet Set” que abarcaría política-economía-negocios, y se ordenaron misioneros para las milicias graduadas, con el objeto de trasladarse a países estratégicos, para operar reformas inspiradas en ese espíritu. El grupo fundo escuelas e incursiono en gobiernos de Chile, Indonesia, Bolivia, Argentina, Uruguay, etcétera; donde sus militantes aplicaron tácticas de shocks y uso de instrumentos monetarios, armas superiores de destrucción masiva como la suba de las tasas de interés. También se llevó a cabo la “crítica y autocrítica”, una práctica leninista de amplia aceptación marxista, cuya finalidad es evitar repetir errores y purgar malos hábitos de trabajo, igual que lo hacen los grupos Trotskistas y Maoístas.

A través de los años de la década de 1980, el monetarismo libre mercadista creció tanto en el mundo que en la década del ‘90 ya controlaba la organización de la globalización de los mercados. Tuvo fuerte apoyo por parte de mayordomos domésticos, que obtuvieron todo tipo de privilegios y negocios, muchos de ellos son figuras de gran desaprobación en estos días. Por ejemplo, los Chicago Boys y los Harvard Boys ayudantes de Videla, Pinochet, Menem, Paz Estensoro, entre otros. Con su trabajo y predica, llevaron a la quiebra empresas nacionales, para en realidad, aniquilar a los sindicatos obreros –sin empresas nacionales fuertes no existen Sindicatos fuertes–. Mediante la excusa de la ineficiencia industrial de Argentina, desmantelaron instalaciones y convirtieron fábricas que exportaban tecnología en garajes y depósitos vacíos, porque no eran capaces de competir con Asia. Asimismo se destruyo la burguesía nacional de muchos países emergentes que ante la falta de alternativas de inversión, fugaron sus capitales a paraísos fiscales. Al estado lo desaparecieron de la escena, incluyendo la destrucción de sus actividades estratégicas claves como agua, comunicaciones y energía.

Países como Argentina llegaron a tener zonas rurales completamente hipotecadas y quebradas, con granjeros desocupados. Las acciones de

estas verdaderas “fuerzas de tareas”, tuvieron cierto apoyo del elenco estable internacional, quienes manifestaban una gran simpatía por su desempeño, principalmente, los organismos financieros internacionales y la banca de inversión. Sin embargo, sólo una pequeña minoría se benefició en el mundo con este pensamiento y doctrina, más parecida al “Comunismo Chino”, que al Capitalismo tradicional.

La credibilidad de los fundamentalistas se vio acrecentada, debido a la tibia respuesta inicial de los gobiernos contra esa invasión de conceptos; imposición de funcionarios y recetas. Durante un buen tiempo, a veces ingenuamente, los gobiernos ignoraban este terrorismo económico y subestimaron su poder de fuego, creyendo que se trataba de un movimiento relativamente inocuo e incluso benigno. Implícitamente las autoridades de algunos países saludaron con vítores las acciones de estos insensatos.

En 2001, luego de los estropicios de esos grupos tecnócrata-terroristas que tomaron por asalto la Argentina, el gobierno del ex presidente De la Rúa cayó en solo dos años de gestión, sacrificando 19 personas en un día en manos de efectivos policiales. Este ataque de encono expresado por las cacerolas, fue el primer altercado de un pueblo exaltado, que reaccionó y fue repelido en forma desmedida por parte de la Policía que, apaleó activistas y también simples trabajadores desocupados o expropiados de sus ahorros.

Los episodios del conflicto social en la Argentina, hicieron evidente el hecho de que los terroristas económicos representan una amenaza para el Estado. El gobierno del ex presidente Duhalde declaró Estado de Emergencia para los deudores hipotecarios, devaluó y pesificó deudas y acreencias en forma asimétrica; de cualquier modo la deuda externa había caído en default, más allá que el ex presidente interino Rodríguez Saa blanqueara la situación financiera en el Congreso de la Nación. Este verdadero desastre, siguió imponiéndole restricciones externas de todo tipo a la Argentina, y hasta el día de hoy, cada vez que puede ataca. En aquel momento los derechos civiles y políticos no servían para nada, “que se vayan todos” pedía la gente, ni las Fuerzas Armadas quisieron

tomar el comando del país, que algunos conspicuos se acercaron a ofrecerles. Como respuesta a la agresión terrorista económica permanente, los militantes sociales se organizaron en una suerte de “protesta permanente en las calles”, cortando rutas, avenidas o los que les diera la gana hacer para expresar su intransigencia.

La década del ‘90 estableció al “piquetero profesional”, antes nunca visto en la Argentina. AQE no quería sindicalistas, pues muy bien; allí están ahora los piqueteros que superan cualquier tipo de indisposición de quienes se tapaban la nariz, al paso de una marcha obrera. El gobierno de Néstor Kirchner desde 2003, trato con cada tema social explosivo, sin aplicar represión, esa reprimenda que acarrea víctimas como las de los presidentes anteriores (De la Rúa y Duhalde). Antecedentes tenía Kirchner para evitar una metodología que no se impuso aun con las Fuerzas Armadas. Cuando uno recuerda la fractura social existente entre 1976-1983, le puede dar la razón a Kirchner; con los antecedentes del “Proceso de Reorganización Nacional”, donde de un lado estaban los que acogían “el Proceso”, y del otro los marxistas, socialistas, comunistas, y peronistas, –según palabras del general Viola– *según el mismo Viola, estos últimos a su vez, se dividían en corruptos o subversivos.*

La segunda embestida el terrorismo económico continuó en Argentina su lucha sin las armas ni los uniformes de su lado, pero con su cuartel central en la zona bancaria, se inició una temporada de aniquilamiento de empresas nacionales y todo vestigio de autoridad estatal. Asimismo AQE aplastó a supuestos ignorantes económicos como Aldo Ferrer, Roberto Lavagna, Raúl Prebisch, Joseph Stiglitz y Paul Krugman; a quienes acusó de anacrónicos cepalinos, keynesianos y socialistas. En el caso de pensadores nacionales y populares, descalificaron prácticamente a toda la comunidad existente, que permaneció en una suerte de presunción de individuos “sub normales”, por muchos años.

Desde de 1983, los ataques terroristas económicos en Argentina no se limitaron por carecer de respaldo militar; por el contrario, siguieron

perpetrándose ataques contra la democracia una y otra vez, sin solución de continuidad. En 1985 hicieron reventar a Bernardo Grinspun –primer Ministerio de economía de la democracia–, luego a Juan Vital Sourrouille y así, a cada ministro de economía que la UCR designaba, se le operaban acciones terroristas, básicamente cambiarias, por la debilidad de las reservas y la cuenta corriente deficitaria.

Así empezaron las arremetidas, y se encresparon al principio cuando vieron a un extravagante personaje populista en la campaña de 1989. Habiendo jurado que la salida de Argentina estaba en Ezeiza (Aeropuerto Internacional) si ganaba la elección Menem, Álvaro Alsogaray fue su asesor personal e ideólogo durante los '90. Enrique Eugenio Folcini (un ex director del BCRA con Martínez de Hoz), mientras volvíamos caminando de un congreso de finanzas, hacia su oficina de Diagonal Norte, me aconsejó: “Si gana Menem acepta la oferta de España y no vuelvas, eres joven y no vale la pena quedarse”– (*Por entonces* yo contestaba una propuesta laboral en Europa–, al tiempo, una mañana de mis vacaciones compro el gran diario argentino en la costa, y me entero que el mismo Folcini había sido designado presidente de BCRA...

Así y todo, hubo una rebelión militar en el verano de 1991. Durante ese periodo nefasto inmediatamente tuvimos la segunda hiperinflación, donde grandes grupos económicos ganaron fortunas a causa de los shocks cambiarios y monetarios que generaron los asesores fundamentalistas de Bunge & Born. A la postre, AQE se había fagocitado al gobierno popular y, llevó a cabo atentados demoledores contra el movimiento obrero organizado, consiguiendo dividirlo con la complicidad del ex presidente Menem.

Para inicios de 1991, el terrorismo económico, que había detenido la inflación, gozaba de mucha influencia en el país, principalmente en Buenos Aires. En poco tiempo ejercería el control total de toda la economía y la política un Harvard Boy, mientras tanto AQE y sus acólitos ejercían un culto a la personalidad de Domingo Cavallo. Más tarde, la ideología dejó de ser el “Cavallismo”, y profundizando, se empezó a referir indi-

viduos fundamentalistas monetaristas. En ese escenario, se gestó una confrontación despiadada por el control económico. Con los escudos de Harvard y Chicago, dos facciones igualmente “Pro Mercado”, dejaron el país en llamas como Nerón a Roma. En 1996, Cavallo comenzó a enfrentar a los monetaristas que se desprendieron de él y organizaron la promoción del “piloto automático”, el mercado resuelve todo.

Cuando el ex presidente Menem despide al famoso “Mingo” –Cavallo–, el Chicago Boy Roque Fernández recibe la herencia de algunos de los “mejores muchachos” –ex Cavallistas impenitentes–.

A la par que la influencia ideológica “pro mercados” crecía en la política, los monetaristas empezaron a enfrentar serios problemas sociales. Su doctrina fundamentalista no obtuvo la respuesta híper ortodoxa de Carlos Menem que gastaba dinero a dos manos, ni de la población cuando a mediados de los ‘90 padecía 15/18% de desocupación. No obstante nunca se fueron del ministerio de economía ni del BCRA. “Cero en honor”. Sin ningún problema estos monetaristas llegaron a colocar 152 tipos de bonos diferentes en distintas monedas, en muchos países con distintas legislaciones, sometidos a todo tipo de garantías, para financiar el disparate del gasto público que decían detestar. A mi pregunta en el IAEF (Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas), acerca del excesivo endeudamiento que Argentina estaba tomando, el ministro Roque Fernández me contestó, “si nos prestan será porque somos confiables y, eso es bueno...”.

Los programas fundamentalistas tienen un accionar violento, es por eso que dejaban cada vez más gente en la calle. Retomando finales de 2001, casi todo el espectro político, incluso la derecha moderada, desartaba de la filosofía monetarista, y rechazaba el terrorismo que un “Cavallo recargado” que regreso, estaba aplicando con su nueva incorporación a la Alianza, para salvar el modelo de Convertibilidad, apropiándose del dinero de los jubilados de las AFJP, y bloqueando el dinero de la clase media, a través del establecido corralito y corralón (dos términos



acuñados para explicar la expropiación de dinero de la población de sus cuentas bancarias).

Así las cosas, enfrentado a una población hostil que empezaba a organizarse para hacerles frente, las acciones de AQE empezaron a fallar. Hasta los partidos políticos debilitados tuvieron la suerte de que las Fuerzas Armadas respaldaran la Constitución en 2001.

Durante el gobierno de Duhalde en 2002, los esfuerzos estatales fueron poco efectivos debido a que el ex presidente sabía quienes eran (QE), pero no tenía la menor idea del potencial del enemigo que estaba enfrentando, lo que lo llevó a cometer errores inocentes, pero terribles; devaluaciones brutales, caída del salario y desocupación como nunca. En 2003, la nueva administración Kirchner (K), inició una reestructuración de la lucha contra AQE, dando privilegio al trabajo y la producción, profundizando los pasos previos de Duhalde.

El terrorismo en 2003, 2004, 2005, 2006... no tenía explicación para las tasas de crecimiento argentinas, no acertaba un solo pronóstico agorero y erraba el PBI por 4 ó 5 puntos porcentuales cada año. A nivel político y social, Néstor Kirchner dejó de zarandear al grueso de la población con medidas de ajuste, y junto al ministro Lavagna, pudo establecer posiciones de fuerza frente a los organismos multilaterales de crédito y los acreedores internacionales. No obstante, en las áreas de influencia AQE, los primeros intentos de inteligencia “anti K” no se hicieron esperar. El hostigamiento al gobierno “K” fue constante: “dólar a 15 pesos”, “se agotaba la capacidad instalada de la industria” y “la hiperinflación” era un hecho, “colapsarían los teléfonos por no aumentar las tarifas”, “volveríamos a default cada año, “nos quedamos sin energía” en 2003, “una quita de la deuda de 70% no sería aceptada”, “el FMI no reestructuraría la deuda en 2004”, “no conviene pagarle al FMI en 2005”, “no se puede reestructurar la deuda con el Club de Paris, sin el FMI”, etcétera. Todos esos mitos o mentiras, fueron derribados.

Los AQE en su accionar apelaron al cohecho, confundieron periodistas indocumentados, a otros los cooptaron, y lincharon el pensamiento nacional.

Lo cierto es que, cada vez que AQE tenía éxito con un shock en Argentina, dejaba sin trabajo a la gente, el país se paraba, se suspendían las actividades productivas y hasta inclusive estallaba la hiper inflación—. AQE puso al país al borde de una guerra civil, en varias oportunidades. En 2010, animaron a Martín Redrado (Presidente del BCRA) a romper con el gobierno, mientras esperaban agazapados destituir a la presidente y sustituirla con un títere sin carisma, pero sumamente obediente. Pero no se haga ilusiones, aunque en el mundo pierdan muchas batallas; aun siguen aferrados esperando, tanto en Argentina como en Europa, nunca han entregado las armas.

## **PROPUESTAS AMIGABLES PARA ARGENTINA Y EUROPA**

26 de julio de 2004

### **Una economía diferente en Argentina**

Por los últimos treinta años las teorías económicas “neo-neoclásicas”, han intentado demostrar que todas las acciones pueden realizarse mejor si se desenvuelven en mercados libres donde cada individuo procure lo mejor para sí. Se ha afirmado hasta el cansancio que la economía es una esfera independiente, cuyo apotegma indiscutible fue el “pensamiento único”, este dogma debía obedecerse como si fuese una enseñanza bíblica, caso contrario, solo podía esperarse el caos. También hubo otro mensaje acerca de la política como consecuencia de la globalización: las barreras sociales y culturales autóctonas, los afectos más intensos de una Nación y el sentido común deberían ser desplazados por el enfoque económico predominante como significado final de la globalización de los mercados. Se dispuso que el mercado fuese quien indicara quienes eran los poseedores de los talentos, descartando implacablemente a quienes no tenían las competencias adecuadas.

Este enfoque económico apoyado en una “cultura mágica” que afecto a nuestros propios gobiernos, dice que lo importante no es la calidad de los desarrollos, sino el resultado obtenido, y probablemente muchos compramos esta enseñanza. Fuimos bombardeados hasta el cansancio con mensajes repetitivos y convincentes, difíciles de resistir en un entorno propicio para la irrealidad. ¡Un TV en 36 cuotas, el mejor auto alemán para la clase media! Ni que hablar de los quesos franceses, la cerveza holandesa y los fideos italianos; en las góndolas del supermercado, los comprábamos con solo un tercio del producto bruto per cápita de un alemán o un italiano (cuando \$1 era US\$ 1).

Si los resultados lo fueran todo y nos tomamos de la propia enseñanza de sus mentores, la verdad es que las consecuencias de aplicar este tipo de políticas han traído a la postre decadencia y marginación. “El caso argentino” está siendo objeto de una revisión de recomendaciones erróneas del FMI, quien se encuentra realizando una autocrítica (1).

Pensando buenamente puede ser que la aplicación de la “receta única” del FMI, haya sido un ensayo imprudente en la Argentina, pero sus efectos han sido devastadores y han entristecido millones de vidas.

A su vez los organismos multilaterales de crédito y otras organizaciones internacionales han demostrado una enorme insolvencia para aplicar justicia en los distintos pueblos del mundo. En medio de este farrago de incorrecciones se desplegaba la mayor evolución del conocimiento que se tenga memoria. Adyacente, el ritmo vertiginoso de la innovación “se llevó puesto los derechos y los puestos de trabajo”.

Era difícil que bajo la visión sucintamente descripta cobrara alguna importancia el pleno empleo como meta, ni siquiera se mencionaba en algunos ámbitos económicos el problema del desempleo, que en la Argentina pasó de 4% a 22% (5 veces y media, más desocupados).

Sigue sosteniéndose hoy, que si hubiésemos sido perseverantes con estas políticas económicas, a largo plazo, todos podrían haber experimentado una mejoría en su calidad de vida a largo plazo... No obstante esta injusticia social explica, aunque no justifica la creciente componente beligerante. Podemos ver muestras en todo el mundo, desde los ataques militares infundados, hasta los linchamientos campesinos de intendentes latinoamericanos, como metodología emergente de la opresión espiritual y el descontrol en todas partes.

Es necesario aportar alternativas económicas diferentes que las navegadas en esos años. No obstante no es suficiente tratar de modificar la política económica internacional, en todo caso, hacerlo requeriría estados y sistemas políticos-económicos justos, lo cual no es posible.

El enfoque económico de tener en cuenta El Preámbulo, implica promover la valoración y el desarrollo pleno de las capacidades del

hombre. Un hombre organizando de manera adecuada y justa, empleará los conocimientos “del bien”, en eso consiste la sabiduría.

Una de las primeras cuestiones para promover una nueva economía, consiste en recuperar este concepto e institucionalizar la práctica como un fundamento. Los más elementales principios aseguran el funcionamiento de toda una sociedad: no robar, no matar, no codiciar lo ajeno, no mentir, etc. También es necesario construir un sistema económico consistente con los principios de este “management”.

Se requiere que la economía pública y privada sea inspirada en valores, cambiando el enfoque economicista “neo neoclásico” de estos últimos 30 años, por una gran reforma que pueda someter la economía y la política al servicio de la gente.

23-11-2008

## **El salvavidas de plomo vuelve**

Escalan las malas noticias. Vuelve el FMI ofreciendo recursos a países con problemas como Ucrania, Hungría e Islandia. Es el mismo organismo que exigiera en el pasado la aplicación de políticas “pro cíclicas” a otros países, y que ahora mira complacientemente a Europa y EE.UU. haciendo todo lo contrario que le recomendara a Argentina. Podemos mencionar la línea del FMI llamada Servicio de Liquidez de Corto Plazo (SLC), mediante la misma se establece un servicio para proporcionar financiamiento de gran escala y a corto plazo, con desembolsos rápidos al comienzo del período, para países con políticas sólidas y una buena trayectoria, que enfrentan problemas de liquidez. El nivel máximo de desembolso de los recursos del FMI equivale a 5 veces la cuota aportada por los países miembro, con un vencimiento a 90 días. Los países pueden efectuar como máximo tres giros durante cualquier período durante los 12 meses. Para poder participar, están los países con una buena trayectoria de políticas sólidas, con acceso a los mercados de capital y una carga de la deuda sostenible. Dado el énfasis que se pone en el desempeño pasado, el financiamiento no está sujeto a las normas de escalonamiento, los criterios de ejecución, la supervisión y la condicionalidad habituales de un acuerdo con el FMI. Sin embargo, los prestatarios deberán mantener su compromiso de mantener un marco macroeconómico sólido. Obviamente Argentina con estos requisitos no califica, aunque quisiera. También hay nuevas líneas de la Reserva Federal en dólares para sostener las monedas emergentes –swaps–, ya se encuentran disponibles los “Acuerdos Temporarios Recíprocos” de canje de monedas. Mediante swaps monetarios, la FED recibe monedas locales de los Bancos Centrales admitidos a cambio de dólares, con el compromiso de recompra a una paridad preestablecida y por un monto y plazos máximos determinados. Este tipo de acuerdos ya eran practicados por la FED con algunos Bancos Centrales de regiones, países desarrollados como Inglaterra, Japón, Canadá, Australia; y ahora se extendieron a

cuatro países emergentes claves por su tamaño y vulnerabilidad: Brasil, México, Corea y Singapur, por un monto de hasta 30 mil millones para cada uno, con un plazo que llega hasta el 30 de abril de 2009. Alguien dijo, yo por las dudas, paso.

7-5-2010

## **Compositores de música neoclásica para la eurozona**

Los economistas neo clásicos sostienen que los mercados tienden a un equilibrio natural, y que el mejor interés para una sociedad se alcanza permitiendo a sus actores perseguir su propio interés.

A esta altura de los acontecimientos me pregunto: –¿qué interés habrán perseguido los diferentes actores y, porque no se ha beneficiado la sociedad griega con su comportamiento?

Según John Quiggin: “las características usuales de la retórica mencionada, son solo asertaciones dogmáticas”.

Reincidentemente, mi generación encogió sus hombros escuchando la desdeñosa afirmación que decía: “cualquiera que tenga una perspectiva contraria a este fundamento básico, no puede llamarse economista”.

Durante 35 años, los más modernos arquetipos neo clásicos han aportado un sinnúmero de explicaciones presuntamente científicas de los fenómenos económicos, afirmando que solo el dominio de las habilidades cuantitativas y sus exuberantes modelos abstractos, constituyen un estatus de verdades científicas que satisfacen todas las preguntas. De esta manera han escalado y dado soporte a tremendos engendros con una mixtura de asunciones implícitas, y no pocos mitos; citando ejemplos sobre la historia del desarrollo económico de países que sostenían evidentes intereses disimulados, bajo la monserga del bien general.

Entre las más destacadas majestuosidades del pensamiento, podría mencionar a los Premio Nobel de Economía: Robert (Bob) Mundell y Milton Friedman, quienes unos años antes del lanzamiento del Euro, debatieron sobre las condiciones que hacen posible y sostenible una zona monetaria óptima.

El trabajo de Mundell sobre las áreas monetarias óptimas, se considera el armazón básico sobre el que se construyó la zona Euro. Una conclusión básica de su tesis es que cualquier región particular, dentro de una zona monetaria, si quiere mantener un nivel de empleo, debe reducir



los salarios reales o bien, debe acudir a la movilidad del factor trabajo para paliar los llamados “shocks asimétricos”.

Los argumentos de Friedman –el padre de los “Chicago Boys”–, cuestionaban el entusiasmo de Mundell por la moneda comunitaria, sosteniendo que la Eurozona está compuesta por países diferentes, con culturas desiguales, normativas heterogéneas, y limitada movilidad de factores entre sus miembros.

Friedman aseguraba, que cuando se registrara un shock en la región, o en el resto del mundo, estos tropiezos podían afectar a los países de la Eurozona de manera desigual, y por tanto una política monetaria común sería desacertada, teniendo en cuenta que las medidas ajustadas a unas economías, pueden ser perjudiciales para otras (el resto de su pensamiento casi siempre generaliza una receta exclusiva universal, y ha dado fuerte soporte a la falacia del “pensamiento único”)

Por último, Martín Feldstein, –un muy acreditado escéptico del Euro–, afirma que la Eurozona les impone a sus miembros la misma tasa de interés y el mismo tipo de cambio a países con realidades económicas diferentes. Sostiene también, que al combinar una moneda única con presupuestos nacionales independientes, se promueve la indisciplina fiscal.

No me da miedo decir esto, me parece que el debate sobre la crisis financiera por la que atraviesa Europa, parece darle la razón al más brillante vendedor de economía de todos los tiempos (Milton Friedman).

Finalmente la Eurozona aprobó el paquete de ayuda de 110 mil millones de Euros, pero personalmente intuyo que ha sido un error suponer que el meollo de la cuestión era encontrar la forma de rescatar a Grecia del caos. En mi opinión, lo más importante, la cuestión central, es debatir si la Eurozona puede seguir funcionando con la actual cantidad de países que hoy la integran.

12-6-2010

## Test para bancos europeos

En Europa también va acentuándose el sentimiento de que lo único importante es la supervivencia, por lo que la confianza lleva semanas decayendo y las ilusiones de salir indemnes se tambalean. La tasa interbancaria Libor subió muy fuerte, pasando de 0.3 a mediados de Abril a 0.538 el 26/05, expresando que los Bancos no están interesados en prestarse entre sí en el mercado interbancario. Las entidades bancarias están depositando fondos a un día de plazo en el BCE, dichas colocaciones ya ascienden a € 253 mil millones, frente a Enero donde promediaron € 192 MM. Con un sistema bancario afectado por el deterioro del riesgo del país-soberano (Grecia, Portugal, Italia) y por las dificultades derivadas de haber experimentado un rápido crecimiento del crédito para “real estate” en los años previos a la crisis internacional de 2008-2009 (España e Irlanda); crece el temor sobre el impacto que la crisis europea podría tener sobre los Bancos y ello se refleja en el precio de sus acciones. En un momento, entre el 10 y el 27 de Mayo, el Santander perdió 13.4%, el BBVA 13.3%, el BNP Paribas 10.9%, el Credit Suisse 5.2%, el UBS 4.7% y el Deutsche Bank 1.9%. En el caso de España, las dudas sobre el sistema bancario se agudizan a partir que el Banco de España se vio obligado a tomar el control del banco de depósitos Caja Sur, luego de fracasar su plan de fusión con otra entidad. Caja Sur cerró 2009 con pérdidas por € 600 millones y en el primer trimestre de 2010 acumula una pérdida de € 115 millones, unos € 40 millones al mes. La morosidad alcanzaba guarismos de alrededor de 8.5% y, además había comenzado a registrar una corrida de depósitos trascendente. Con mayor incertidumbre en Europa y aumento de la aversión al riesgo, el IBEX (Madrid) cayó 12% en Mayo, seguido por el CAC40 (París) 8%, el Dow Jones 7%, el FTSE (Londres) 6% y el DAX (Frankfurt) 3.5%. Abreviando, otra vez mercados alborotados y mayor incertidumbre, en la economía mundial, que paradójicamente sigue creciendo a buen ritmo. El peligro es que de persistir la mayor aversión al riesgo, se termine afectando la confianza

de los consumidores y empresarios en EE.UU. y otros países que están bien, o saliendo adelante, en el escenario internacional actual.

Lo vengo sosteniendo desde hace un año, el mundo desarrollado va a tener que mantener sus políticas monetarias sobre la economía mundial, por bastante tiempo. Aun China ha dado señales que actuará con más prudencia y no subirá su tasa de referencia en los próximos tiempos. En México Brasil y Turquía los Bancos Centrales estarían frenando el insipiente endurecimiento de su política monetaria. En EE.UU., la Reserva Federal se está manejando con suma prudencia. A principios de 2010, el mercado esperaba que la FED empezara a subir su tasa de interés –prácticamente en cero– hacia fines de 2010; pero ahora, esta posibilidad pasó para mediados de 2011, por lo menos.

## RECETAS PARA FRACASAR EN ARGENTINA Y EUROPA (ENTIDADES, MEDIOS Y GENIOS)

30-6-2010

### **No existen demasiadas fórmulas**

En un sistema de tipo de cambio fijo, cuando se pierde la competitividad de los precios relativos, la misma se puede recuperar; solo que en realidad, no hay demasiadas fórmulas.

Para mí, la más escalofriante propuesta es la que estamos escuchando en estos días; que traducida en lenguaje domestico significa: generar un largo periodo de deflación de precios y salarios para restablecer la economía de Europa en una década. Esta estrategia es demoledora socialmente, y no está libre de riesgos empresariales, porque el descenso de los precios en general, aumenta la relación deuda/patrimonio neto de las empresas en términos reales. Caen las ventas, bajan las utilidades, pierden su valor los activos; mientras los pasivos permanecen estáticos.

Otra opción sería, equiparar a los países europeos como si todos sus habitantes fueran iguales de pacientes, generosos y disciplinados, que pudieran encarar una recuperación de la competitividad como la de la unificación de Alemania. Aunque en Alemania no hubo deflación de precios, el sector occidental era rico y entonces se pudieron encarar con desahogo reformas estructurales que aumentaron los niveles de productividad, en un proceso de 10 años.

Si uno piensa en una recuperación de la competitividad “a la argentina”, digamos que en Europa los países menos desarrollados, necesitarían una devaluación **no** “a lo Duhalde”, pero substancialmente alta, que a la vez implicaría un significativo aumento en las primas de riesgo. Pero en estos días, más que nada, me pregunto: ¿que va a hacer España?

Creo que es por mi propia historia reciente, y por ser un país idiosincrásicamente pariente, allí el tema que hoy está quemando es el sistema bancario (igual que en Argentina 2001) Solo las cajas de ahorros españolas representan más del 50% de los préstamos con 885.000 millones de Euros, sumemos los 800.000 millones de Euros de los bancos comerciales y tenemos un expediente financiero de magnitud. Las cajas de ahorro ya están realizando un proceso de reingeniería y consolidación con el objetivo de reducir el sector en un 35% aproximadamente, ahora el proceso se acelera por el vencimiento perentorio del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria de 100.000 millones de Euros. También es formidable la dependencia de la financiación basada en la emisión de títulos hipotecarios, cédulas, mercado interbancario y “commercial papers”, porque los mercados de títulos siguen cerrados y el mercado interbancario está sujeto a la histórica aversión al riesgo. A la postre la necesidad de reducir la dependencia de fuentes de financiación ha provocado una brutal competencia por los depósitos entre las cajas de ahorros y los grandes bancos comerciales.

A los sindicatos españoles les explotó el paradigma de los delegados amigables. Después de tantos años de prosperidad económica, ellos no recordaban la huelga, pero hoy no les parece excesivamente ecuánime equilibrar las cuentas públicas, eligiendo a la clase trabajadora como variable de ajuste.

El gobierno socialista español está encarando un conjunto de reformas estructurales como si sus ciudadanos jóvenes fueran alemanes, no me parece que esto vaya a ser tan fácil. Cuando en 2005 dije— en una conferencia en el AC de Barcelona —que me parecía extravagante la forma de vida de los nuevos españolitos, era porque creía que podía haberse evitado todo esto, si no se hubieran tomado tan en serio “el sueño americano” Los chavales y las chavalas lucían como portentosos aprendices de los prósperos norteamericanos. No hubo decisiones perspicaces en la alineación económica de Aznar con el primer mundo, los peces de colores hoy están “en blanco y negro”.

En mi opinión, creo que se han enterado ahora, que cuando las economías anglo sajonas padezcan recesión, ellos acoplaran más duro que los rubios. Además, por perseverar en esa vida igualitaria, se arriesgarán a perder el control de su futuro. La recomendación del establishment para encuadrar a España es una fuerte vuelta a la disciplina fiscal. Les he visto trabajar en mi país y creo en el poder de sacrificio de sus generaciones sufridas –las de pos guerra–; pero que lo sepan los españolitos jóvenes, la sensación del ajuste, ha de ser muy desagradable. No podrán evitar el sufrimiento causado por las compras a crédito de tanta cantidad de coches BMW y “segundas residencias de verano”.

23-11-2010

## **Irlanda, el modelo deseado... deseado ¿por quién?**

Standard & Poor's, redujo dos escalones la calificación de la deuda de Irlanda, situándole además en "perspectiva negativa", aduciendo que el rescate de su sistema bancario por parte del estado ha generado una escalada en el endeudamiento y las necesidades financieras del gobierno. "Chocolate por la noticia" Irlanda pasó, de ser el paradigma de todas las libertades a constituirse en el caso más absurdo de estatismo. Salvar la banca le suma 20 puntos de déficit al PBI.

Donde estarán los economistas "pro" Irlanda? Aprenda a "googlearlos" en Internet, así no repite sus frustrantes letanías hipnóticas.

Con un déficit fiscal que se proyecta en 32 puntos del PBI, Standard & Poor's no aporta nada nuevo sobre Irlanda. Simplemente asume disimuladamente su responsabilidad, que junto al establishment mundial entronizo a Irlanda como **"el modelo deseado"**.

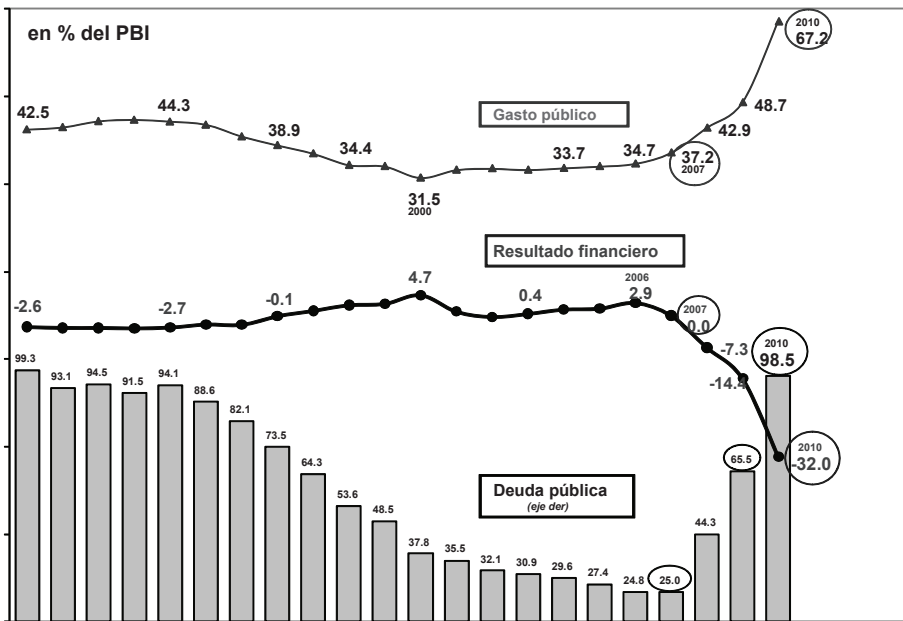
"El Gobierno irlandés va a pedir prestado más allá de nuestras proyecciones anteriores para financiar nuevas inyecciones de capital para los bancos del sistema con problemas", dijo S&P en un comunicado.

Poner la calificación en "CreditWatch con implicaciones negativas", refleja el riesgo de una futura nueva degradación, si las conversaciones sobre el rescate de la Unión Europea no llegaran a buen puerto. En ese caso contener la fuga de capitales mediando una crisis de gobierno, y las calificadoras ahuyentando a los más rezagados, puede ser un cocktail explosivo; parece que entre todos lograran fundir a Irlanda. Hoy escuchando "la lógica" de dos "sénecas" del NYSE entendí más acerca del caso Irlanda. Me entere de tantas otras anécdotas de países y títulos, ... parecían inagotables.

Al caer la tarde, me fui de la Bolsa de New York conjeturando sobre "un modelo deseado".

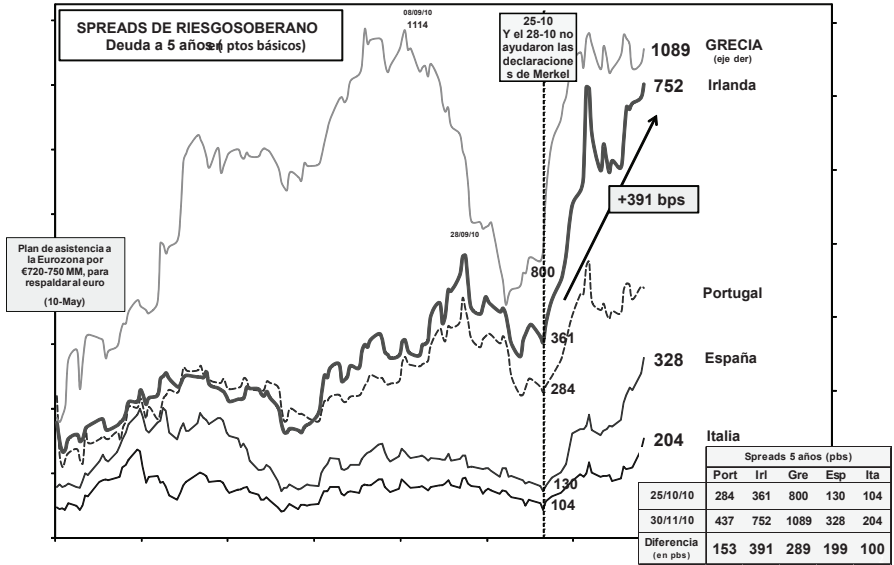
Deseado para hacer enormes diferencias a mano de los especuladores, con el inestimable soporte de su “task force”, los falsos técnicos contaminados, e incentivados por la avaricia.

Irlanda, su situación es apremiante (con un déficit fiscal de 32% del PBI, alto endeudamiento y abultadas necesidades de financiamiento)





Ante los temores por la situación fiscal y de los bancos en Irlanda, estalló su riesgo-país, arrastrando al alza el riesgo del resto de los PIGS



14-5-2010

### **Los supuestos del salvataje griego:**

- 1) Grecia necesita 5 años para estabilizar su relación deuda / PBI.
- 2) Grecia puede tolerar un fuerte ajuste fiscal en los próximos años.
- 3) Los inversores privados de Grecia estarían dispuestos a refinanciar la deuda a un tipo de interés en torno de 5% anual, si un fondo de rescate cubre los nuevos préstamos del país.
- 4) La economía griega comenzará a crecer de nuevo en 2013.

Así las cosas, Grecia tendría que reducir su déficit fiscal primario –esto es, excluyendo intereses–, en al menos 12 puntos porcentuales, para limitar su carga de deuda. Entonces la deuda llegaría a un nivel máximo en 2014, momento en el cual la misma se estabilizaría en un extravagante 150% del PBI.

Realizar idénticos recortes en su presupuesto y salir de la recesión al mismo tiempo luce inviable.

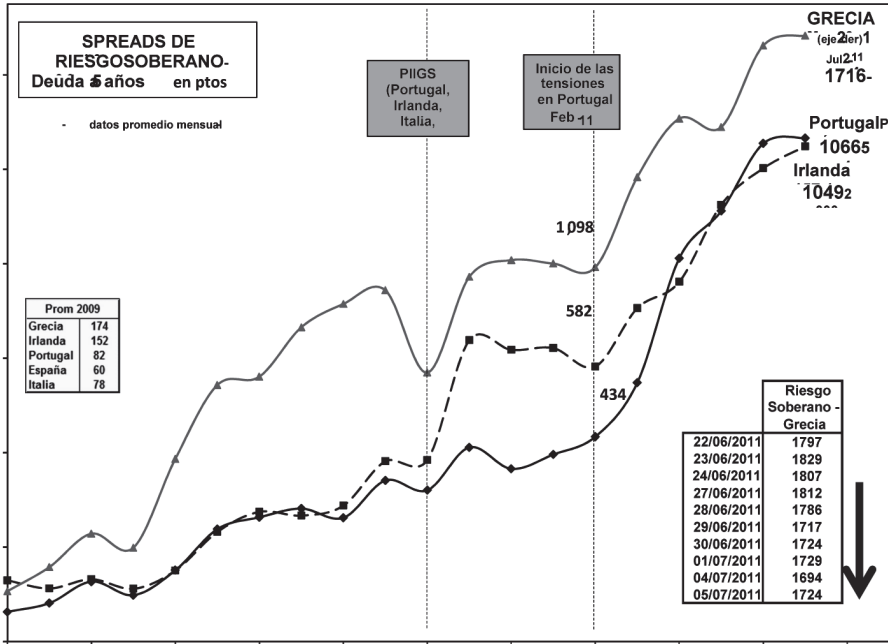
Si lo que se pretende es recuperar la competitividad necesaria para inducir un crecimiento económico sostenido, los precios y salarios en Grecia tendrían que caer fuertemente, lo cual detendría el crecimiento del PBI nominal en el corto plazo, haciendo que los recortes en el presupuesto resulten más difíciles de concretar a la postre.

Los riesgos crecen, y aunque el default pudo evitarse, los miembros de la Eurozona que rescataron a Grecia tendrán que asumir una enorme carga financiera, porque los inversores privados reducirán de manera permanente su exposición. A medida que la deuda de Grecia crezca, el “flight to the quality” será una estampida en manada (Observe el valor del Euro en estos días)

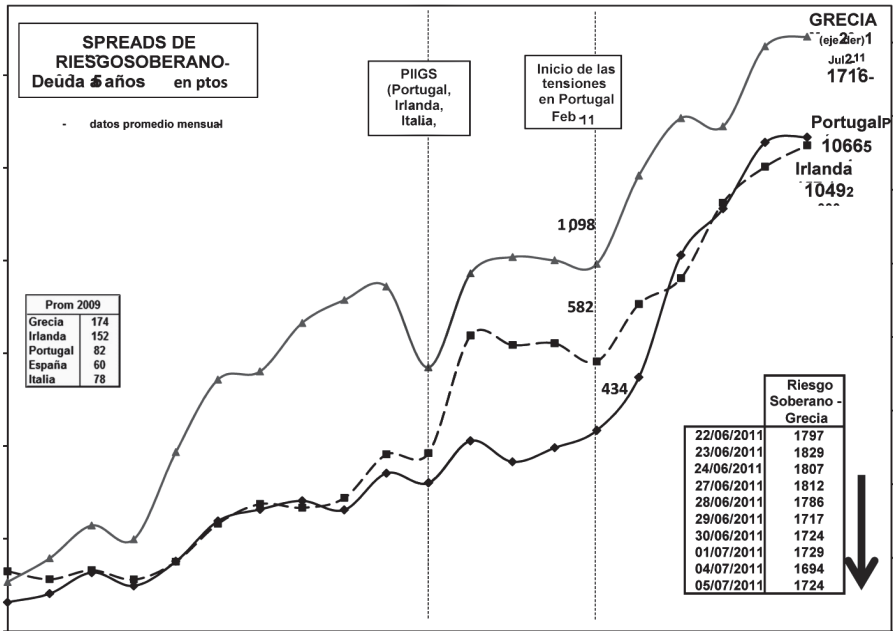
A dos días del anuncio de un mega-paquete, los mercados se han tornado más escépticos respecto a la factibilidad de un ajuste fiscal en Grecia y parecen haber comenzado a descontar una posible reestructuración de su deuda



En los meses de mayo y junio de 2011, el riesgo soberano griego creció



Los depósitos en Grecia cayeron alrededor de 10% desde que se inició la crisis y la asistencia de liquidez que le provee el BCE ya asciende a casi €100 MM



## EXPERIENCIA ARGENTINA

Tras el default de Argentina, la experiencia de haber reestructurado la deuda soberana, haciendo rebotar el nivel de actividad en una “V” empinada –aun pagando el precio de la exclusión de los mercados–, fue altamente exitosa, por eso los intentos permanentes de realizar canjes con soporte de ajustes y préstamos del FMI, que hundieron la economía, quedaron desacreditados para siempre en el país.

El gobierno argentino y los acreedores cooperaron prudentemente, y la significativa “quita” de la deuda, fue uno de los pilares que sostuvo el “turn around” de la economía local.

Las estrategias legales para alentar a los acreedores a participar en la operación de reestructuración y evitar mayoritarios grupos de “holdouts”, han marcado una huella. Nuestra experiencia pos default ayudara a los deudores en problemas a pensar que existen otras opciones.

Grecia luce más complicado que la Argentina, y creo que los tenedores de bonos deben prepararse para enfrentar –en algún momento– un recorte severo en una posible reestructuración de la deuda. La reestructuración por sí sola no resuelve todos los desafíos, pero “detiene la hemorragia”.

Ningún país, ni la Eurozona, pueden prohibir la decisión de salir del Euro y usar una moneda local. Si Grecia decidiera hacerlo, haría mucho menos doloroso el ajuste. Con la devaluación de una moneda propia frente al Euro, sustituiría importaciones y promovería exportaciones.

En la Argentina fue y es el superávit comercial con su contribución de 8 años, lo que permitió alcanzar la solución fiscal, impulsar el PBI y bajar la relación deuda/PBI, insertando los pagos dentro de límites más cómodos, con recursos propios.

Consecuentemente los supuestos mencionados al principio de este artículo, “ajustar lisa y llanamente”, no me parecen una alternativa realista, lo único que se lograría es frenar el crecimiento, aumentar el desempleo, y el malestar social. A la postre, se podría afectar el orden político institucional, como en la experiencia Argentina 2001.

11-5-2010

### **La solución no es sustentable**

Las demoras en que incurrió el consenso europeo y los organismos internacionales, me recuerdan la historia del ex ministro Cavallo, sentado en una plaza de Washington, llamando desde su celular a sus relaciones, tratando de recibir la ayuda, del prestamista de última instancia (FMI) y sus amigos del sector privado que nunca llegaron. Las sospechas ahora recaen sobre España y Portugal, pero es un secreto a voces el temor existente por Italia. España representa alrededor del 13% del PBI de la Eurozona, su sistema financiero está muy expuesto por la hipotecas, los bancos españoles poseen títulos griegos, y se escuchan voces que presagian el descalabro de las empresas desarrolladoras del sector inmobiliario. El déficit fiscal de España representa el doble de la sumatoria de Grecia y Portugal. Aferrada al Euro, España entra en un ciclo recesivo y de deflación, fuera del modelo de crecimiento apalancado por el crédito inmobiliario que le dio el despegue; con un nivel de desempleo extravagante (más del 20%), y serios problemas de competitividad. Cada vez me parece más viable una opción para consolidar y mantener poderoso al Euro y dejar de hacer sufrir a los ciudadanos europeos de países con problemas, mi idea consiste en sacar a los países que comprometen la fortaleza de la moneda. Alemania y Francia lo deben estar pergeñando, no van a propiciar un Euro débil para resolver los problemas de sus asociados, esto es un hecho. La aprobación del acuerdo europeo se retrasó más de lo debido por la fuerte oposición de la canciller alemana Ángela Merkel, que pedía la implicación del FMI y, sobre todo, que se pusiera un límite definido en las ayudas en caso de

que otros países como Portugal, Irlanda o España precisaran de ellas. Finalmente Merkel acordó el domingo 9 de Mayo una posición conjunta con el presidente francés Nicolás Sarkozy. De aquí en adelante, Europa estará en observaciones, para decidir si se opera una “gran solución” que resuelva los diversos problemas de los distintos países.



## AMBIENTES OSCUROS

29-05-2011

### **Los espacios político económico y morales se están tornando oscuros en el mundo**

Los tiranos africanos de hoy, fueron socios del liderazgo occidental por más de 40 años, y la expansión monetaria que generaba inflación y peligros de extinción humana –según el monetarismo–, no ha generado inflación, aun con las emisiones de moneda extravagante que hemos visto.

En lo relativo a las finanzas públicas, se siguen pegando parches en la eurozona y sin embargo la incertidumbre aumenta.

La semana pasada se registraron perturbaciones en los mercados (el Euro cayó de 1.49 por dólar a solo 1.395), y si bien se aprobó la asistencia financiera a Portugal, siguen sonando las alarmas ante la posibilidad de un contagio a otros países de Europa.

Los temores por la deuda de Grecia hundieron los mercados financieros de todo el mundo; y aunque luego rebotaron, el Dow Jones perdió 3%, el “Eurotop 100” retrocedió 2.9%, y la Bolsa de Shangai cayó 6%.

Se niega constantemente la posible reestructuración de la deuda griega, pero las proyecciones económicas y el “sentido común” de las sociedades, confronta las impugnaciones descalificadoras. Aun en este escenario el Banco Central Europeo rehúsa la reestructuración de la deuda griega, demorando la solución más efectiva para un conflicto que luce inevitable. Mientras Grecia se dirige a su ineludible destino de reestructuración, aumentando las dudas sobre el resto de los PIIGS (con Italia), cada vez se torna más obvia la resistencia de los pueblos “al ajus-

te permanente”. La banca europea tiene en cartera € 217 mil millones de deuda de los PIGS (sin Italia), de los cuales € 65 mil millones –casi el 30%– corresponde a deuda griega.

En España la novedad es la “deuda no registrada” de los municipios, por alrededor de € 30 mil millones. Esta semana miles de manifestantes se expresaron gritando su bronca contra los políticos que transfirieron la imagen auditiva del primer mundo con una ficticia prosperidad forjada en burbujas inmobiliaria y crediticia. Vimos retratos de las secuelas del operativo policial contra los “indignados de Barcelona”, en los cuales más de 120 personas debieron recibir atención médica por la brutal represión policial. El descontento social que están ocasionando los planes de ajuste en Europa sumara nuevas “bataholas”.

Por su parte las calificadoras de riesgo –que siempre llegan tarde en el norte y prematuramente en el sur– bajaron la nota de Grecia pasando sus títulos a la categoría de “bonos basura”, al mismo tiempo que cambiaron de “estable” a “negativa” las perspectivas de Italia, Bélgica, Gran Bretaña y Japón.

El affaire DSK (Dominique Strauss Kahn) le agrego un ingrediente a la crisis del FMI (que conduce a relacionar inexorablemente la credibilidad psicológica de sus autoridades con sus políticas) No se puede separar la moral privada de un funcionario con sus “recomendaciones de sentido común”. En manos de quien estuvo la estabilidad monetaria internacional todos estos años? Quienes realizan los psicodiagnósticos en el FMI?

Percibo una atmosfera pesada, las sociedades intuyen e instalan una gran desconfianza. Ocultamientos de deuda, candidatos “socialistas” inmorales; me inquieta la posibilidad que otra vez Europa, se convierta en el núcleo decadente de la historia.

## **ARGENTINA Y SU EXPERIENCIA EN APLICAR LA RECETA ESTÁNDAR**

Si los países europeos con dificultades quieren ofrecer un plan sustentable, es seguro que no pueden establecerse en el mismo esquema que experimentó los resultados obtenidos.

Recuerde Argentina; firmo 19 acuerdos con el FMI desde 1958, que produjeron 15 situaciones de incumplimiento, 4 de ellos sin siquiera producirse los desembolsos acordados. Pero lo que es peor, desde los últimos años de la década del ochenta, se firmaron 7 acuerdos y sólo se pudo cumplir 1. Desde entonces Argentina pidió 18 waivers (perdón) consecutivos al Directorio de la entidad. Los planes de estabilización, desde el fin abrupto del gobierno peronista en 1976, generaron una deuda de US\$ 144.000 mil millones en 2001.

Más cerca en 2001 (versión globalización) desde el Tequila (1994), Argentina ha tenido 20 trimestres con variación negativa del PBI (2/3 de los siete años)

—¿Cuál sería la razón para que Argentina siguiera insistiendo, como lo proponía el FMI y sus acólitos en 2002?

La sustentabilidad tan solicitada por los organismos multilaterales de crédito, depende hoy de una capacidad que los PIIGS de Europa no tienen. Si no es posible expandir sus mercados en términos consistentes con las expectativas de repago, la única salida es una restructuración de la deuda con “quita”.

### **El cocktail del desastre argentino**

No es buena una idea, bajar de peso cortándose una pierna.

Las propuestas del FMI en un contexto social turbulento son utópicas, para expresarlo diplomáticamente. Bajar el gasto y aumentar los

impuestos para el gobierno del ex presidente argentino Fernando De la Rúa, en los primeros meses de su gestión, fue el comienzo irreversible de un derrotero hacia el abismo. Afectar gente rebajando salarios públicos para mejorar un cuarto de punto porcentual el superávit fiscal ante un default inminente, fue el desvarío de un ministro de economía presionado hasta por su propia corriente de pensamiento. Domingo Cavallo daba los últimos manotazos del ahogado, fuera de control, y en absoluto abandono de sus promotores.

En conclusión, el último día de ese largo periodo de la posición dominante, anocheció la ciudad de Buenos Aires en medio de un caos, con un saldo de 28 muertos y cientos de heridos.

## LA HISTORIA DE ARGENTINA CON EL FMI

Recordemos lo dicho más arriba, desde Juan Vital Sourrouille (ministro de economía del Presidente Alfonsín en 1985), Argentina firmó 15 acuerdos con el FMI y no cumplió ninguno.

Para nuestra sorpresa, con ese antecedente, Argentina seguía recibiendo exigencias complicadas e irrealizables del organismo de crédito. Al mismo tiempo los funcionarios del nuevo gobierno, fueron acusados, por no suscribir lo que a todas luces sería imposible sostener. Si el ministro Lavagna hubiera firmado inconcientemente, una vez más, como lo solían hacer otros ministros que le precedieron, —¿no sería acusado de embustero, como Domingo Cavallo<sup>8</sup>, luego de haber sido tan aparentemente útil al FMI?

### **Ejemplo de fracaso**

Argentina es un ejemplo del fracaso de las formulas tradicionales, con 152 emisiones distintas de bonos en default, así como otras deudas. Muchos bonos que se emitieron, lo hicieron bajo las leyes de Nueva York, lo que significaba que cualquier tenedor individual de bonos tenía derecho de hacer juicio y reclamar el pago total, una verdadera engorrosa anarquía, que tuvo al Juez Griesa y los fondos buitres, como protagonistas.

Estudiar el caso argentino sería un aporte natural, porque quiérase o no, es aquel que aseguro la renegociación de la deuda pública.

<sup>8</sup> Ex ministro de economía argentino (1991-1996) (2001)

## **No se deberían repetir los errores de Argentina**

Unos de los problemas de Argentina fue la pérdida de la confianza internacional y consecuentemente su capacidad de atraer capitales, inclusive de retener los propios. Para superar definitivamente la crisis, Argentina necesita reestructurar su deuda pública. En particular los bonos en default en manos de inversores privados, tanto externos como internos, en este sentido, la decisión de presentar una propuesta con quita fue claramente un paso al frente.

También es necesario considerar que cualquier acuerdo que no tenga sustentabilidad, desde el punto de vista de lo que es generación futura de flujos de ingresos, encontrará dificultades para materializarse. No es posible convencer a los mercados y a la comunidad financiera internacional que los países PIIGS serán capaces de generar recursos, con un superávit primario “algo” mayor. Necesitan un superávit que permita al estado servir los intereses nuevos, de una nueva deuda nominal; sin dejar de considerar una inevitable quita.

Con el mismo PBI, sería ingenuo e insolente repetir una propuesta de esfuerzo fiscal que los convierta en “país normal de la zona Euro”.

“País normal”, esta frase que se nos repitió hasta el cansancio, como si los argentinos fuésemos alienígenas, es ofensiva, tiene el propósito de destruir la “auto estima nacional” y, jamás viene acompañada de ninguna propuesta de cooperación.

Un ajuste cruel del gasto público argentino, de la magnitud que reclamaban los economistas ultra ortodoxos, fue aun superado por la propuesta del ex Ministro Cavallo con la “Regla de déficit cero”. Fue imposible llevarla a cabo, y generó un nivel de tensión social de dimensiones estrafalarias. Todos sabemos como finalizó el gobierno del ex Presidente De La Rúa (2001), aún con una ayuda inédita del Congreso que le otorgó “poderes supremos” al principio de su mandato. Tuvo a favor primero, y en contra después, todos los partidos políticos, (luego ni siquiera lo acompañó el partido aliado), los sindicatos y los propios colegas. Pero el país le dijo “no al ajuste fiscal permanente por el lado

del gasto”, antes de Cavallo ya se lo había dicho a López Murphy (un ministro que duro solo 2 semanas). Cavallo se olvidó en poco tiempo que su designación se produjo como consecuencia de una enorme resistencia social a la propuesta de su antecesor. En el epílogo cayó el ministro Cavallo también, y fue el fin de un gobierno, que sólo dos años antes, había ganado las elecciones presidenciales por abrumadora mayoría.

La oposición y la propia masa de votantes, hizo tambalearse el mismo sistema democrático; altamente peligroso y desgraciados fueron los riesgos del intento.

Es sugerente que algunos economistas aún propongan más de lo mismo en Europa. En cuanto a la deuda pública, proponen reestructurarla, pagando más intereses, sin insinuar nada nuevo que financie el pago mayor.

Equilibrar el presupuesto de ese modo, demandaría un cambio de sistema político, con una resistencia social previa que podría acarrear caos nacionales, con éxodo de la inversión, peor que el que vimos en Argentina y virulento como el que empieza a despuntar en Grecia, Irlanda, Inglaterra, Francia, Italia, y España. Por esta razón y como todavía se está a tiempo, hay que plantear una propuesta para despertar la confianza en los países de Europa. Algo nuevo. Las autoridades políticas deben iniciar gestiones con los diferentes actores involucrados en una propuesta consensuada. Una salida para la reestructuración de la deuda de los denominados países PIIGS, con un despegue de la situación de postración en que se encuentran. Se necesita apoyo de los acreedores, los organismos multilaterales de crédito y las inversiones, como así también la de otros países “superavitarios”.

### **Ejemplo de inviabilidad para la receta estándar del FMI**

Argentina fue un país con 40% de capacidad ociosa, el 40,1% de su población activa trabajadora se encontraba desocupada y sub ocupada en Mayo de 2002 (21,5% desocupados y 18,6% sub ocupados). Hasta 2001 la relación exportaciones/PBI de Argentina tocaba 9.7%. Aun sin haber

incumplido con sus compromisos, Argentina logro el primer puesto en el ranking de Riesgo País, y la mayor permanencia en el podio. La fuga de capitales en 2001 fue espectacular, la disminución en la colocación de productos en mercados tradicionales (EE.UU. y Europa) hizo aún más atractiva la incursión de nuevos límites. Porque apertura también significa abrirse para exportar a nuevos mercados. Europa necesita un ambiente “Pro Negocios de Exportación” y debe introducir todo tipo de iniciativas. En un país, el único problema que no tiene solución es cuando sus productos o servicios no se venden.

Recuerdo la angustia empresarial Argentina, al enfrentar tantas restricciones presupuestarias por imposición del FMI y sus acólitos monetaristas para exportar. Nada de promociones fiscales y financieras (líneas de crédito de prefinanciación, financiación y post financiación), nada de asistencia a ferias; aún los empresarios que examinaban posibilidades de exportar se rindieron y hacían solo lo que “se podía”. Es decir, se exportaba solo lo que nos compraban.

En un mundo más hostil, las perspectivas exponen a mayores tasas de desempleo en países de Europa. Es obvio que en esas circunstancias el mundo se va a tornar ultra competitivo.

## **La especulación sustituyó la inversión genuina en la Argentina**

Ni bajando el déficit fiscal en forma dramática, ni privatizando empresas publicas a toda velocidad, ni abriendo de par en par un país; se puede garantizar en el largo plazo, el éxito de una economía con un esquema cambiario rígido.

Hasta los más audaces y ambiciosos inversores que llegaron a la Argentina con la economía “pro negocios”, héroes de la prensa de la década del noventa conocieron esta realidad.

En un escenario especulativo (dado el tipo de cambio fijo), muchos empresarios compraron empresas argentinas que eran muy eficientes y luego quebraron.



Se pusieron de moda los Private Equity Fund, que irrumpieron comprando empresas locales “apalancados” (*compañías sin deudas, con buenos activos fijos, que pudieran utilizarse como garantías de préstamos posteriores a la adquisición*). Empresas que, por su desempeño abonaban importantes sumas de dinero en concepto de impuesto a las ganancias (35% de las utilidades), eran interesantes contribuyentes del fisco; que una vez transferidas, pasaban a pagar intereses bancarios sustituyendo financiamiento genuino al estado. Cambiando simplemente el destino de los gastos en el cuadro de resultados (pasándolos de “impuestos a las ganancias” a “gastos financieros”), los inversores especulativos tomaban préstamos, cuyo costo se abonaba fácilmente, devolviendo aun el préstamo “off shore” que tomaron previamente, para comprar la empresa. Es decir la misma empresa adquirida cancelaba el crédito puente originado en su propia compra.

Luego de ponerse en práctica estas modalidades especulativas, (desde 1998 con el default de Rusia), no sólo disminuyó bruscamente el financiamiento para comprar empresas, sino que además se acabó el flujo de financiamiento genuino que sostuvo las estructuras de endeudamiento y financiación de la actividad empresarial. Recordemos que los países emergentes que en 1997 recibieron flujos por US\$ 256 mil millones, en 1998 pasaron a solo 86 mil. A partir de entonces, con una suba proporcional de las tasa de interés, la mayoría de las empresas endeudadas no pudieron afrontar el costo financiero a la cual se las sometió. Como veíamos, luego de su transferencia no le pagaban impuesto a las ganancias al estado, ni tampoco después le pagaron intereses a los Bancos del sistema financiero argentino. Fueron años de emisiones de bonos a tasas de hasta 14% anual en dólares (bonos basura) para financiar compras, todo este costo iba cargado a la operación de empresas que antes habían sido exitosas.

Balances inflados con artilugios en la estimación del valor llave, firmados por las más reputadas consultoras, luego involucradas en escándalos mundiales como Arthur Andersen. Interesante que aún en los colegios de contadores de países más desarrollados, no se ponían de

acuerdo en la metodología de aplicación para la valuación de una marca, sin embargo ya se usaban en Argentina esas metodologías atrevidas, como si fuesen altamente estándar. Podría extenderme en argucias que proliferaron en un contexto funcional como el descripto. Un ejemplo horroroso eran los inexistentes stocks aumentados a la hora de realizar un inventario.

Puedo imaginarme y algo he visto, esto está sucediendo y podrá descubrirse en el sector privado de algunos países europeos.

El objetivo es claro, ocultar pérdidas para seguir pidiendo crédito bancario y continuar la fiesta.

Todas estas cosas se blanquean, cuando la enorme burbuja estalla, por causa de una macroeconomía que dejó de crecer. Con esa estrategia económica de apalancamiento de actividades, una economía impulsada por las ganancias financieras, de inmediatez novelesca, no puede parar de crecer. Si la economía se desacelera, las ventas caen en forma más que proporcional y todo puede irse por el resumidero.

Para terminar, si a muchas de estas compañías en la Argentina, se les hubiesen deducido los artificios contables o contabilidad creativa (alusión alegórica del período para referirse a este matute), tendrían un patrimonio neto más negativo que el del conjunto de bancos del sistema financiero en 2002, luego de la pesificación asimétrica.

A las empresas compradas con apalancamiento o “leverage buy out”, les detonó el problema bastante antes de la pesificación asimétrica, en cuanto se comenzó a desacelerar la actividad económica en Argentina entre el segundo y tercer trimestre de 1998. No pasara mucho tiempo hasta que el sector privado de los PIIGS comience a exteriorizar su realidad.

Piense en los PIIGS, porque esto ya pasó en Argentina. Hubo el caso de un hipermercado, cuya deuda bancaria, un año después de su adquisición, había aumentado ocho veces. – Los bancos del súper sistema que se construyó en la Argentina y en Europa –¿con qué nivel de riesgo prestaron?

Los tomadores de bonos basura en el exterior: —¿qué expectativa de recupero tiene y quién los asesora? —¿Dónde estaba la banca de inversión internacional y las calificadoras de riesgo en Argentina, en este punto? ¿Dónde están hoy en Europa?

Es claro que hubo responsabilidades compartidas por los que ocasionaron daños y por los mismos damnificados. Para ser equitativo, hay que mencionar que estos eran negocios que durante toda la década del noventa en Argentina permitieron jugosas comisiones a sus promotores. Créditos sindicados, emisiones, préstamos puentes, muchas operaciones y mucha rentabilidad para sus artífices. Con sencilla lucidez los artífices originales de las compañías, huían despavoridos despreciando contratos millonarios para proseguir gestionando la empresa que habían vendido, a poco de empezar la nueva administración. Con el fin de reemplazar emprendedores exitosos retirados llegaban a Buenos Aires los “head hunters” más destacados del mundo, haciendo ofertas atropelladas. Siempre se estaba buscando un ejecutivo para reemplazar al CEO que dejaba su empresa y su puesto vacante. Lo desagradable fue que muchas veces terminaron improvisando ejecutivos con manejo financiero, cuya preparación o conocimiento del mercado no coincidía con los resultados esperados. No obstante todo funcionaba mientras Argentina crecía 6 o 7% anualizado. Pero el telón se abrió cuando se precipitó el default de Rusia. La euforia del aparente éxito inicial, fue seguida por fracaso. Un conjunto de reformas e instrumentos financieros de política económica, con tipo de cambio fijo, sin un verdadero plan sustentable para las inversiones de largo plazo comenzaba a tambalear. Estos modelos de tipo de cambio rígido hacen que las economías y los negocios se concentren en el corto plazo, sin formular estrategia de largo plazo, por eso los resultados son los que están a la vista en Argentina y Europa. La economía mundial participó en un sólo torneo (el torneo de corto plazo: “acceso rápido a los préstamos en dólares en Argentina, acceso rápido a la tasa de interés de Alemania” para el resto de los PIIGS europeos).

## CUANDO LOS MERCADOS COLAPSAN, SIGUE LA ECONOMÍA

9-3-2010

### **La euro convertibilidad amenazada**

Los problemas fiscales europeos, provienen de la baja productividad y la pérdida de competitividad de la mayoría de los países en dificultades. En los países que hoy tienen problemas, el sector externo no funciona como “driving force” (factor que impulsa) del crecimiento, por esa misma falta de competitividad; tampoco el consumo privado aporta, porque los costos internos son elevados –recuerde la convertibilidad en Argentina–, y resulta difícil mantener la recaudación. Al revés de lo que se le propone a Grecia y España, cuando se observa baja competitividad, hay que aumentar el gasto público para paliar la falta de creación de empleos por parte del sector privado. La corrección de las finanzas públicas exageradamente desequilibradas, luce difícil de resolver a través de las recetas de ajuste que ya comienzan a aplicarse, recibidas con disturbios sociales. El aumento del gasto público fue la válvula de escape de las presiones que enfrentaban las economías desarrolladas, ha sido lo que evitó el desastre más grande que pudiera tener memoria la historia económica, a nivel recesivo.

Paradójicamente, los países emergentes no están sufriendo esas consecuencias nefastas, debido a su bajo nivel de endeudamiento público, sistemas financieros saludables, buenos niveles de ahorro, superávits comerciales, altas reservas internacionales, salarios consistentes con los niveles de productividad, y respetable horizonte de competitividad.

En cambio los países desarrollados al estallar la crisis, mostraban un nivel de endeudamiento público descomedido, cuentas externas defici-

tarias, costos salariales inconsistentes con los niveles de productividad y baja competitividad.

La Europa, sujeta al Tratado de Maastricht, violó sistemáticamente las pautas elementales de la regla fiscal básica, por esa razón la resolución de los problemas estructurales y de competitividad son peores aun. Las desparejas condiciones de los distintos integrantes de la zona, hacen que lo que sería adecuado para los miembros distanciados como Grecia y España –que necesitan tasas de interés bajas y devaluación del Euro–, es contraproducente para los países como Alemania, Francia y Holanda.

La “insincera y encubierta irresponsabilidad macroeconómica”, característica de América Latina y su liderazgo de “insinceros e irresponsables economistas amigos del FMI”, que incumplieron periódicamente con todo lo prometido, se está reproduciendo en “países serios” como Inglaterra, Sudáfrica, Nueva Zelanda, Australia, Estados Unidos, Francia y Japón.

Detrás de los Pirineos y a la derecha de su pantalla, “los suburbios de la Eurozona”, con muchos años de tipo de cambio fijo frente a países como Alemania, se dan cuenta ahora, que el Euro como moneda única es un problema, dadas las enormes diferencias entre países europeos, en términos de posición fiscal y balanza de pagos. Además de lo expuesto, la verdad es que el flujo de capitales y de trabajo “intra Europa” no es plenamente libre, sino que lo digan los “cabecita rubias” del Este.

La realidad indica, que los países de la periferia de la Unión Monetaria Europea, no sólo no alcanzaron la convergencia real hacia los países centrales de la Unión, sino que los contrastes que exhiben son cada vez mayores. El ingreso en el Euro proporcionó a los países modestos un aura de confianza engañosa, como aquella “convertibilidad” Argentina en la década del noventa. Emocionales apariencias y falso resguardo financiero para los capitales que como en Europa, huyeron al primer fagonazo.

Para tener idea de la pérdida de competitividad que padece una economía, es necesario comparar la evolución de los costos laborales,

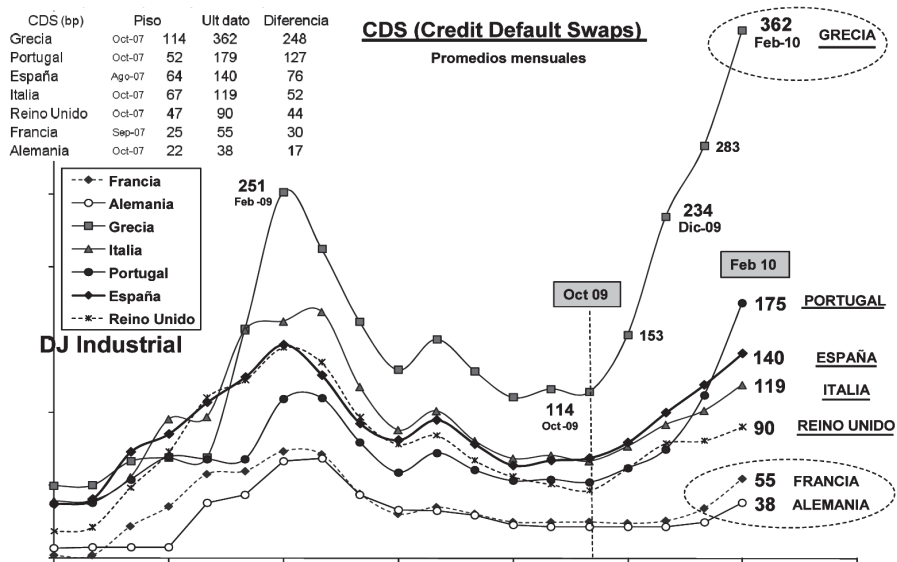
respecto de la productividad, es decir, costo laboral por unidad de producto. En Alemania los costos laborales aumentaron en la misma proporción que la productividad, en los años posteriores a la irrupción de la moneda única (1999). Alemania es el país con menos desequilibrios fiscales, con el hándicap de haber incorporado una economía ineficiente a su locomotora, hace solo 20 años. Por contraste en Grecia, mientras los costos laborales aumentaron 62%, su productividad aumentó 28%, este alto deterioro de su competitividad, combinado con desequilibrios fiscales de magnitud, son un cocktail explosivo, difícil de igualar.

España e Irlanda, el otrora “leading case” de los economistas CAM<sup>9</sup> de Argentina, muestran una enorme discrepancia entre sus costos laborales y productividad, ambos sostienen el doble del costo laboral unitario de los Estados Unidos; no hablemos de comparar con Corea, Hong Kong, Vietnam, ni China.

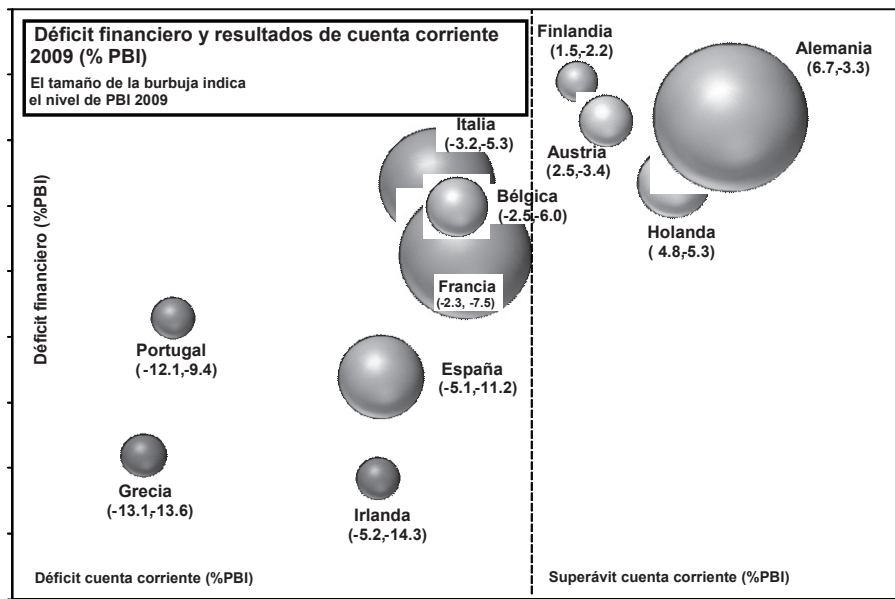
<sup>9</sup>CAM (Confrontación Al Modelo).

## Los mercados comenzaron a percibir estos problemas

Dificultades problemas de competitividad y productividad



Los PIIGS tienen déficits gemelos persistentes, mientras que Alemania, Holanda y Austria presentan superávits de cuenta corriente





11-4-2010

## **Tragedia griega - 1er. acto**

Después de un periodo de manifiesta subvaluación del riesgo por parte de los inversores internacionales y las calificadoras, y caracterizado especialmente por diferencias anormalmente pequeñas entre la remuneración de los títulos de algunos países anexados al Euro con los más antiguos y sólidos; “la tragedia griega” destapa una situación, que paulatinamente ira poniéndose clara; donde países con una extraordinaria diversidad y grado de desarrollo, se encuentran bajo un único e inapropiado régimen cambiario, que termina desembocando en un nivel de competitividad insostenible para las economías más débiles. Fitch Ratings ha rebajado la calificación de la deuda a largo plazo de Grecia dos escalones de “BBB+” a “BBB-”, este es el último paso antes de caer en la categoría de “Junk Bond” o (bono basura), en medio de los apremios de los mercados financieros, que desconfían de las posibilidades de Grecia para salir de su crisis. La rebaja de calificación refleja la intensificación de los desafíos fiscales en respuesta a una perspectiva dificultosa de crecimiento económico. La presión de los inversores, ha llevado a máximos la prima y la rentabilidad de los bonos de Grecia desde su entrada en el Euro. Una combinación de malas perspectivas económicas e incertidumbre en los mercados, hizo poner más difícil la posibilidad que el país pueda cumplir con el compromiso de reducir su déficit este año al 8,7% desde el 12,7% con el que cerró 2009. Así que, aunque se observan algunos indicios de mejora, aún no está asegurado el final feliz, existe presión sobre el sector financiero, con serios problemas para retener los depósitos durante los últimos días, lo que demuestra que la crisis de la deuda está afectando al conjunto de la economía. Así las cosas, el Gobierno de Papandreu ha vuelto a descartar recurrir de inmediato a la ayuda externa para hacer frente a la crisis. En los mercados financieros, esta noticia ha alterado la calma que había sobre la deuda soberana, cuando marcó nuevos máximos frente a la alemana y, a los pocos minutos de publicarse el informe, la prima frente al “bund

de Alemania” y la rentabilidad los bonos a 10 años volvían a aumentar, aunque no en los niveles de las últimas jornadas, cerrando la semana el 9 de Abril, el diferencial se situaba en 395 puntos básicos, lejos del récord de 426, con una rentabilidad del 7,16%, por debajo del máximo histórico del 7,35%. El jueves 8 de Abril, la rentabilidad del bono griego a 10 años se disparó por encima del 7,5%, con una prima de riesgo sobre el bono alemán –el más seguro, de casi 4,5 puntos porcentuales. Los ministros de Economía y Finanzas de los países del Euro se han convocado para EL 11 de Abril mediante una tele conferencia, para analizar los detalles sobre el rescate a Grecia –que luce inminente–.

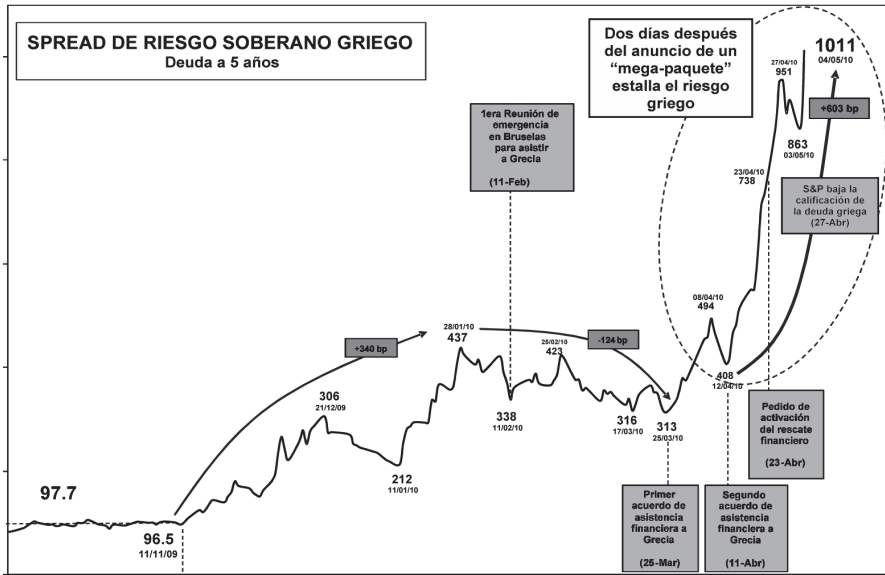
Jean Claude Juncker, había convocado a reunión ante el agravamiento de los problemas de Grecia para lograr financiación para su deuda a un costo razonable. Hubo acuerdo unánime de los dieciséis ministros de Economía de la zona Euro sobre las condiciones para un primer préstamo a Grecia por 30.000 millones de Euros. Deberá solicitarlo formalmente, y será a una tasa de interés equivalente al Euríbor más tres %. Esas facilidades de financiación se nutrirán de aportes del FMI, y préstamos bilaterales de los países de la Eurozona, tal como se convino en la última cumbre europea, y tendrán una vigencia de tres años. Las especulaciones sobre un inminente acuerdo sobre el mecanismo de ayuda impulsaron los mercados el viernes 9. Mientras las Bolsas subieron con fuerza en toda Europa y los bonos griegos se recuperaron, sin embargo Grecia insistió hasta último momento que no piensa recurrir de inmediato al FMI pese a las presiones de los mercados.

La explicación de los apuros de Grecia, no es solo un problema de deuda excesiva, aunque la deuda pública de Grecia, representa 113% de su PBI. Estados Unidos en 1946, estuvo en 122% del PBI, con inversores tranquilos, durante la década siguiente, la relación entre la deuda y el PBI se redujo a casi la mitad, luego la deuda como porcentaje del PBI siguió cayendo hasta alcanzar un mínimo del 33% del PBI en 1981. Pero claro, la relación entre la deuda y el PBI no cayó porque la deuda se cancelara, sino porque el PBI creció hasta duplicarse, en solo diez años. Una importantísima aclaración: el crecimiento del PBI fue duplicado en dóla-

res, explicado 50% por el crecimiento económico y 50% por efecto de la inflación. No obstante el PBI real deflactado creció un 39% entre 1946 y 1956. Grecia no puede esperar lo mismo, por la restricción “Euro”. Los préstamos baratos y la entrada de capitales dispararon la inflación; y cuando llegó la desaceleración de la actividad económica, Grecia se vio con costos muy poco competitivos frente a las grandes economías europeas. Los precios de Grecia tendrán que bajar, a diferencia de lo que pasó en EE.UU. en 1946, donde una parte de la deuda se licuó por efecto de la inflación. Por el contrario, Grecia podría ver aumentada su deuda, si se somete a un proceso de deflación dolorosa, que sin dudas traerá la recesión y desempleo. No creemos que Grecia pueda resolver sus problemas recortando el gasto y subiendo las tasas de interés, sino todo lo contrario. Tal vez sea esta la razón por la cual los mercados de obligaciones hayan perdido la confianza y, llevado la situación al borde del abismo.

Grecia debería abandonar el Euro y devaluar su moneda, pero esto podría resultar en “un 2001 argentino”, al desencadenarse una masiva fuga de depósitos en el sistema bancario griego. De hecho, ya había empezado a producirse una corrida.

El problema es que a dos días del anuncio de un mega-paquete, los mercados se han tornado más escépticos respecto a la factibilidad de un ajuste fiscal en Grecia y parecen haber comenzado a descontar una posible reestructuración de su deuda



9-5-2011

## **Tragedia griega - 2do. acto**

Los funcionarios europeos se están preparando para renovar el paquete de ayuda a Grecia, después de concluir que el país sería incapaz de recaudar el dinero necesario en los mercados para principios de 2012, como se prevé en el plan de rescate.

Los ministros de la Eurozona reconocieron públicamente que es probable que Grecia necesite nuevos desembolsos de dinero adicional de la Unión Europea u otras instituciones internacionales. Aunque todos siguen pensando en términos ortodoxos, que Grecia necesita un programa de ajuste mayor, las derivaciones del programa griego de rescate lucen inevitables y ya están comenzando a ser aceptadas públicamente. Aunque tal conclusión haya sido concebida –en voz baja– por los analistas y funcionarios que trabajan sobre el tema, el reconocimiento público empieza a marcar un punto de inflexión en el debate sobre el futuro de Grecia. Los funcionarios que participaron en las discusiones de este fin de semana, insistieron en que no se han tomado decisiones sobre cómo seguir adelante para ayudar a Grecia, en cambio se deslizo la idea que podría incluirse una asistencia adicional para salvar a Grecia de su salida de la zona Euro, por causa de eventuales retrasos en los pagos de la deuda.

De aquí en adelante se deben completar los procedimientos correspondientes para resolver los vencimientos de 2012 y 2013, mediante el mecanismo europeo de carácter temporal, ya que los mercados siguen desconfiando de Grecia, quien ya renunció a su plan original de regresar a los mercados a finales de 2011. Grecia necesita recaudar € 25 mil millones en 2011, y € 30 mil millones 2012 para cumplir con los pagos de la deuda que no estarían cubiertos por su actual préstamo de rescate. Además de colocar bonos para el fondo de rescate de la UE, todo indica que podría proponer una prórroga voluntaria de los vencimientos de la deuda que expira el año próximo.

Una vez más, la opción de la reestructuración de la deuda griega fue excluida, por temor a que una negociación que modifique el perfil de vencimientos de la deuda soberana cause más problemas de los que resolvería, en términos generales; y con vistas a futuros casos de desfinanciamiento.

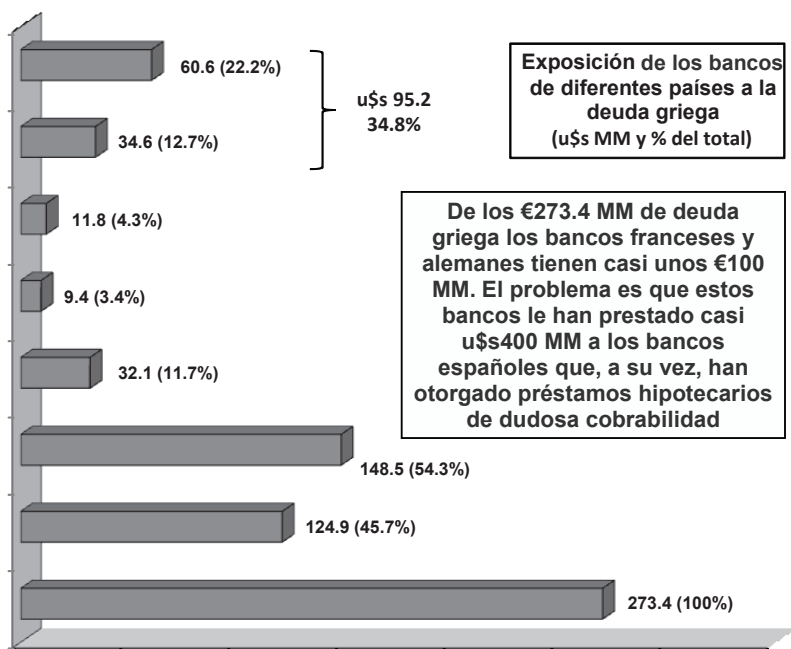
Los funcionarios locales e internacionales de organismos, desestiman públicamente los rumores acerca que Grecia estaba analizando una salida de la zona del Euro, porque saben que esta opción pone nerviosos a los mercados, y hasta han utilizado el término “estúpido”, para referirse a una probabilidad de ocurrencia que por más énfasis que se ponga, ya no parece ser igual a cero.

29-6-2010

## **Sarkozy nervioso**

Por más que se enoje Sarkozy, no se puede seguir ocultando la realidad, Grecia no pasa por una crisis de liquidez, sino que afronta a una crisis de insolvencia que podría desencadenar una corrida bancaria de magnitud en Europa. Las agencias de “descalificación” que fueron ágiles para correr países latinoamericanos, han empezado “en mora” a rebajar la calificación su la deuda soberana de Grecia hasta transformarla en “junks Bonds” (bonos basura), mientras que los spreads sobre los bonos soberanos griegos la semana pasada se dispararon a un nuevo récord. Los € 110 mil millones del plan de rescate financiero acordado por la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional en Mayo, lo único que ha de conseguir es retrasar un default inevitable, con los consiguientes riesgos de hacerlo en forma desordenada y necia. En cambio, si se sincerara la situación y se dispusieran una reestructuración ordenada de la deuda pública de Grecia se evitaría una apresurada fuga hacia “la calidad”, que agravará la situación interna de Europa, con consecuencias indeseadas para el resto del mundo. Las absurdas medidas de austeridad establecidas para que Grecia recibiera su plan de rescate financiero, requieren un ajuste tan cruel que es imposible de realizar y, lo que es peor, las autoridades griegas lo saben. Mintieron antes, dirán que pueden cumplir ahora, y luego de recibir las ayudas parciales, reconocerán que no se pudo hacer nada más. Van a derrochar ayuda inútilmente otra vez.

Los bancos europeos poseen 54.3% de la deuda pública griega



Los griegos dirán esto: “intentamos un ajuste fiscal de 10 por ciento del producto bruto interno, pero esto no fue posible, a pesar de haber hecho nuestros mejores esfuerzos. Tenemos experiencia en esto los argentinos, nuestros ex ministros de economía incumplieron 17 de 19 acuerdos con el FMI, antes de Roberto Lavagna. Por ahora se prolongará la recesión, si Grecia tiene aguante y se produce un milagro de paz interior, la deuda pública respecto al PIB para el año 2016 será de 150%. En este nivel, el primer estornudo económico podrá desencadenar una crisis de la deuda nunca antes vista, aproximadamente 3,5/ 4 veces el default argentino. La austeridad no es sacar el cable en la casa, ni cortar el café en las empresas; tocar los derechos adquiridos por la sociedad es inviable en democracia. Las correcciones de los desequilibrios ma-



croeconómicos son necesarios y útiles mientras los países “están aún saludables”, pero en medio de la hecatombe, todo lo acordado por el Grupo de los 20 este fin de semana para estabilizar la deuda respecto al PIB con vistas al año 2016 en las economías avanzadas, y sobre todo, en el caso de Grecia son absurdos. La estabilidad del resto de los PIIGS en Europa estaría en niveles que son insostenibles, Sarkozy se delato solo, su bronca con Cristina Fernández no fue casual. Los bancos franceses y alemanes necesitan que los ciudadanos griegos se ajusten el cinturón hasta ahorcarse, o tendrán que asumir pérdidas de magnitud, salvo que sus países asuman el quebranto que les propinará el default griego.

## COINCIDENCIAS ALARMANTES

### **El escenario de los “PIIGS” coincide en forma alarmante con la génesis de la crisis argentina:**

¿Qué es lo que está saliendo mal en Europa, y como conecta con Argentina?

Lo grosero está claramente definido (falta de competitividad, baja productividad, descalabro fiscal y endeudamiento excesivo), por lo tanto en Europa es mejor encarar un plan de acción, que involucrarse en discusiones bizantinas.

Es imperativo resolver las fenomenales perturbaciones derivadas de las políticas económicas aplicadas hasta el momento.

Existen problemas tan obvios que hasta son compartidos por enfoques diferentes.

En mi opinión es importante explorar el “caso argentino”, porque la salida de la crisis se ha desarrollado sin someter la creatividad a las reglas establecidas. No veo adecuado considerar los problemas económicos europeos como paradigmas “inabordables”.

Argentina ayudo a romper barreras mentales, culturales, tradicionales y, como consecuencia se derribaron “mitos”. El último mito era que no había manera de abordar el “Club de Paris”, sin que interviniera el FMI.

Argentina estableció una brecha, y ahora existe un “antes y después” en la historia de las renegociaciones deuda externa en default.

Argentina no accedió a realizar las concesiones convencionales pretendidas por el FMI, y los tenedores de bonos en default.

## **Mercosur, Argentina, FMI = Euro Zona, PIIGS, FMI**

Los ciudadanos del Mercosur padecieron la “fatiga del ajuste permanente”, esta que recién empiezan a exhibir los países europeos (PIIGS) afectados por la crisis.

Una recomendación constante que fue tapa de los periódicos regionales, cada vez que una misión del FMI los visitaba era: “*hay que bajar el gasto*”. Esta aseveración acostumbrada provocaba sentimientos “anti FMI” en Argentina, Brasil, Uruguay y Paraguay.

Paraguay, un país de gente reposada y sufrida, tuvo que soportar una violenta represión en una manifestación a principios de Noviembre (2002). Su propio gobierno debió enfrentarse al desastre. El FMI le reclamó un aumento de impuestos a cambio de un préstamo de rescate por US\$ 200 millones. El ingreso per cápita de Paraguay se reducía en ese momento, contando 7 años consecutivos de caída. Más del 50% de su población estaba en condiciones de extrema pobreza. El guaraní llevaba acumulada una devaluación del 25% hasta Noviembre (2002). Los productores agropecuarios –*la parte más importante de la economía*–, no conseguía préstamos para financiar la cosecha y hubo pérdidas cuantiosas. Los Bancos, sin recibir apoyo del FMI, no les otorgaron préstamos a menos que el gobierno les garantizara las operaciones.

En realidad si uno miraba los números y no se limitaba a escuchar las repeticiones de los periodistas y comunicadores formadores de opinión; nuestros países hubieran hecho otro tipo de cosas en materia de políticas económicas, antes de 2002. Ya entonces muchos sabíamos que en Europa, el acuerdo de Maastricht cerraba “con contabilidad creativa”.

La década del noventa fue acompañada de notables progresos en cuanto a los encargos y aspiraciones de los organismos económicos internacionales; se eliminaron barreras comerciales, se redujeron cupos de importación y se bajaron los aranceles. Como resultado el Mercosur comenzó a aparecer como una zona interesante para Estados Unidos, la Unión Europea y los países asiáticos. Nuestros shoppings e hipermercados, antes inexistentes, aún con 50% de caída en las importaciones,

en Argentina 2002, se encontraban abastecidos de muchos productos de distintas partes del mundo.

En los años noventa, los argentinos accedieron a los mismos productos que un ciudadano italiano o alemán, con un tercio de su PBI per cápita (relación pre devaluación).

No obstante Argentina no sólo se abría en forma ingenua al comercio, también se esforzaba liberando inocentemente las modalidades financieras, permitiendo el ingreso de muchas y grandes entidades financieras y compañías de seguro y reaseguro internacionales. Es interesante que mientras los países sudamericanos hacían esto, los países desarrollados realizaban más proteccionismo. Un ejemplo fue Estados Unidos con Bush, que colocó aranceles al acero mientras al mismo tiempo Europa aumentaba fuertemente los subsidios agrícolas, complicando la colocación de commodities y otros productos de exportación.

*“El ex presidente Bush impuso un impuesto de dúpning en el acero, en nombre del libre comercio”.*

*Reportaje que difundió el Cato Institute en la reunión de la red del Economic Freedom of the World a finales del 2001, en San Francisco, MILTON FRIDMAN (Premio Nobel de Economía)*

Para entonces los argentinos derribábamos barreras comerciales, mal vendíamos activos estatales, y abríamos totalmente el sistema financiero y el mercado de capitales como nadie lo había hecho en tan poco tiempo.

No lucia atinada la explicación argumental de los defensores del modelo; quienes decían que nuestros problemas llegaron porque no adoptamos con suficiente rigor el “Consenso de Washington”.

## Más coincidencias

### *Capitales, bancos. Liberalización de los mercados, con déficit fiscal: Argentina=PIIGS*

Hemos visto desde “el efecto Tequila” (1994), que los capitales son extremadamente volátiles, no obstante Argentina presionada por sus reducida tasa de ahorro, bajó el gasto público y especuló, apostando a la continuidad del apoyo de las instituciones financieras e inversores, sin resultados consistentes con los esfuerzos realizados.

En Europa es necesario replantearse esta misma situación. El periodo y el modo en que han sido gestionadas todas las relaciones económicas internacionales, deja un saldo fuertemente negativo para los países “PIIGS”.

Las políticas seguidas por sugerencia de los organismos multilaterales de crédito en Argentina han terminado de una manera abrupta, aunque no inesperada. Quedó demostrado que un país emergente, era muy vulnerable en un contexto de “liberalización incondicional”. Durante el año 2001 los capitales huyeron de la Argentina en unos cuantos “clicks” de ratón. Estas transferencias generaron la más espantosa situación de crisis país, de todas las registradas desde el comienzo de la globalización. Este fenómeno que se ha dado en llamar antes de entonces “fligh to the quality” (vuelo hacia la calidad de los inversores), no registra un antecedente de mayor velocidad y daño hasta el momento (2010). Recuerde que el caso argentino fue aun más grave que el default ruso (1998)

Ya en 1997 el déficit de cuenta corriente mostraba una tendencia creciente en la Argentina. Dicho déficit, resultado del desequilibrio que observaban las cuentas públicas, en medio de la burbuja argentina, no ofrecieron por parte de las autoridades económicas ni políticas –*al igual que en los casos europeos de hoy*– la mínima vocación de reducción, todo se resolvía con una nueva emisión de bonos. Los funcionarios del

equipo económico argentino, aparentemente ortodoxos, sólo realizaban declamaciones.

Mientras la economía crecía, casi todos los economistas simpatizantes del modelo de cambio rígido, miraban para otro lado. Si bien el discurso de bajar el gasto público sumó créditos en Internet, la evidencia de una cierta complicidad en la moderación del reclamo, los desacreditó para siempre delante de quienes les descubrían.

## **El sistema financiero argentino**

El SFA tuvo que enfrentar una salida de depósitos de (-22.1%), caída del financiamiento del exterior y un aumento del financiamiento al gobierno; es decir, se tuvo una absurda necesidad de recursos equivalente al 20% de todos los activos. Esta salida fue financiada a través de la cancelación de crédito al sector privado que perdió (-20.3%), por el uso de encajes (-50%) de la liquidez existente al 31/12/00) A su vez, la salida de depósitos y la reducción de la circulación monetaria generaron una pérdida de reservas del sistema financiero de u\$s 22.637 millones.

En solo 4 días, desde el 26 de Noviembre al 30 de Noviembre, se fugaron U\$S 3.000 millones de depósitos (U\$S 750M por día) y se perdieron U\$S 3.084 millones de reservas del sistema financiero, de las cuales U\$S 2.800 millones correspondían al BCRA (U\$S 1.760 millones el viernes 30/11/2001). La aceleración en la tasa de pérdida de depósitos y reservas llevaron a imponer el famoso “corralito” (un impedimento para extraer dinero de las cuentas corrientes y cajas de ahorro a la vista) y el control a los movimientos de capitales.

Del 30 de Noviembre 2001 al 10 de enero del 2002, se inauguro el “Corralón” (con restricciones mayores al retiro de fondos), donde los depósitos cayeron U\$S 2.000 millones. Las funciones asignadas a los plazos fijos cambiaron de medios de ahorro a medios de pago. Los controles de cambio impidieron que el sistema financiero perdiera reservas. Pero el Banco Central tuvo que financiar a las entidades por U\$S 2.800 millones.

Del 10 de Enero al 1 de Febrero del 2002, Se mantuvo el “goteo de depósitos”, saliendo otros (U\$S 1.153 millones). Los billetes y monedas siguieron incrementándose (U\$S 388 millones). La prohibición de traspaso de recursos entre entidades limitó la expansión de redescuentos (U\$S 401 millones). El sistema financiero perdió U\$S 936 millones más de reservas, en parte debido a la intervención del BCRA en el mercado de cambios.

## **Los ingresos públicos**

La reforma del sistema previsional (privatización, AFJP) tuvo un fuerte impacto negativo sobre los ingresos fiscales y constituyó luego, un factor importante en la insolvencia fiscal intertemporal. El contexto de acólitos del modelo era muy fuerte por entonces, la visión del marketing fue favorable al proyecto; aunque algunos percibíamos que en el mediano plazo el escenario se tornaría preocupante. Era muy probable que un shock externo provocara un peligroso y tal vez definitivo ataque a la cuenta de capital, las luces amarillas se habían encendido en 1994, con “el efecto tequila”.

## **Argentina recesiva (1998-2002)**

Desde el tercer trimestre de 1998, Argentina pasaba de crecer a tasas anualizadas de entre 8% y 10% trimestral anualizada, a someterse a una caída de 10% trimestral anualizada; fue así como se enlazaría por 16 trimestres consecutivos en una marcha atrás sin solución de continuidad.

Más adelante, dos políticos del ala conservadora (el saliente y el candidato) del partido gobernante (PJ), se trenzaron en una encarnizada disputa interna que espantaría la inversión y paralizaría el consumo; como consecuencia, 7 trimestres malos; que anticiparon otros 9 cuando peores cuando ganó una Alianza opositora, totalizando 4 años de recesión que le precedieron al default.

Aunque el resultado electoral fue el triunfo de la oposición sobre el oficialismo, paradójicamente se reafirmo un rumbo de política económica que en su discurso previo, había propuesto modificar el estado de las cosas. Con el nuevo Presidente de la Nación (Fernando De la Rúa), Argentina llego a transitar el periodo económico y social más groseramente ineficiente de la historia contemporánea. Constituyo un gabinete de ministros “de lujo” con cuatro economistas elogiados por la prensa de negocios, los banqueros y los empresarios de las corporaciones internacionales. Instaló un presidente del BCRA mimado por el sistema financiero y todos los consultores unidos a las entidades bancarias, *—un prominente Chicago Boy venerado por sus pares, fue ministro de Economía de la provincia de Buenos Aires, durante la dictadura militar—* el era el quinto asegurador del modelo neo conservador. También se inserto un tercer Chicago Boy, economista y banquero, al frente de la secretaria de Inteligencia de la Nación. Toda una “tecnocracia” para apuntalar un modelo que hacia aguas por todas partes. Tres de los ministros de aquel gabinete, fueron despedidos en 5 trimestres, uno renunció, y todo esto paso 9 meses antes de la debacle. Con la sucesión de disparates que cometió ese gabinete con economistas “de lujo”, llegó el desenlace de una crisis del sistema financiero, agravada por la vulnerabilidad a la cual Argentina se había sometido.

Argentina había enfrentado el desatino de tornar compatibles la liberalización vertiginosa con estabilidad política y social en un país fatigado de su liderazgo, en menos de dos décadas de democracia.

La solvencia cacareada por los monetaristas ejerciendo las inflexibles reformas financieras de 1994, con el objeto de fortalecer la banca, no pudo sostener el sistema en pie. Incluso con un auxilio dadivoso (no como el T.A.R.P. de la FED), aunque tan inconsistente con la filosofía conductiva del BCRA, ni los bancos internacionales escaparon al desbarajuste argentino. Es manifiesto que los funcionarios de aquella época, como los de la administración Bush; no se identificaban intelectualmente con ningún ejercicio intervencionista ni dirigista. No obstante el



otorgamiento de redescuentos y el intento del salvataje de entidades se hicieron en esa dirección, al igual que en EE.UU., y Europa (2008-2010).

La rigidez expuesta por el BCRA con la aplicación de normas del Banco Internacional de Ajustes de Basilea (Circular 2180) en 1994, igualando el tratamiento de empresas pequeñas con grandes corporaciones, fue por demás absurdo. El sometimiento de la producción y el trabajo nacional para fortalecer el sistema financiero en manos de bancos extranjeros, resultó un atractivo insuficiente, aun para que los especuladores y los mismos bancos.

Argentina nunca vivió una situación económica y social más lastimosa que en 2001/2002. Esta opinión es compartida por el consenso de economistas argentinos, aunque ninguno se atribuye responsabilidad, ni aun ha pedido disculpas.

Luego de este experimento pernicioso que termino mal; los gobiernos argentinos fueron desafiados a imaginar composiciones audaces y desconocidas para enfrentar las nuevas circunstancias. Se corrieron riesgos desconocidos, pero en la frontera del peligro de realizar cambios, estaba la posibilidad de hundirnos para siempre.

Las juntas del FMI y sus técnicos nunca nos acertaron soluciones sustentables; y aun hoy, siguen sin reconocer con seriedad, las limitaciones de su enfoque.

27-11-2008

## **Un desastre “Primer Mundo”, ya está en marcha**

A EE.UU. lo restringe la ley para seguir tomando endeudamiento. Pero el Reino Unido, Alemania, Italia y Francia, también podrían dejar de pagar sus bonos en el futuro, de acuerdo a los modelitos cuantitativos que manejan en privado las calificadoras de riesgo.

Leyó bien. EE.UU. y otros países desarrollados podrían ir a default. Los riesgos crecen, a medida que los países van emitiendo deuda para tapar agujeros de un modo extravagante. El temor que se profundice la recesión y las economías desarrolladas caigan en una deflación generalizada, dispara decisiones impulsivas que en el futuro tendrán consecuencias. La alternativa es que todo estalle ya mismo. En los países mencionados el costo de asegurar los títulos públicos de un default escaló a límites insospechados, a causa de los préstamos masivos que se otorgan para comprar activos tóxicos del mercado hipotecario, y para apuntalar a las decenas de bancos estadounidenses a punto de quebrar. Todos esos rescates desesperados están generando ampliaciones sucesivas en la emisión de deuda, y esto seguirá ocurriendo durante los próximos trimestres, por lo menos. Como dije en la Convención de Barcelona (2005) \*, en algún momento la oferta de títulos del Tesoro excederá la demanda, envileciendo la calificación de los bonos soberanos y obviamente los inversores comenzarán a exigir mayores tasas para seguir acrecentando su exposición.

Los paquetes fiscales que se han aprobado requieren sumas astronómicas. Luego de los “bloopers” que cometieron con Lehman Brothers y otros tantos, las calificadoras de riesgo, ya dicen “en voz baja”: ... puede haber incumplimientos de pagos en los títulos soberanos...

De todos modos, aunque no lo dijeran, los seguros de default manifiestan el progresivo recelo de los inversores, quienes están comenzando a pensar acerca de la calidad crediticia de los principales bonos.

El dólar como moneda de reserva mundial de quienes deportivamente huyen de sus países, durante los últimos tres meses viene garantizan-

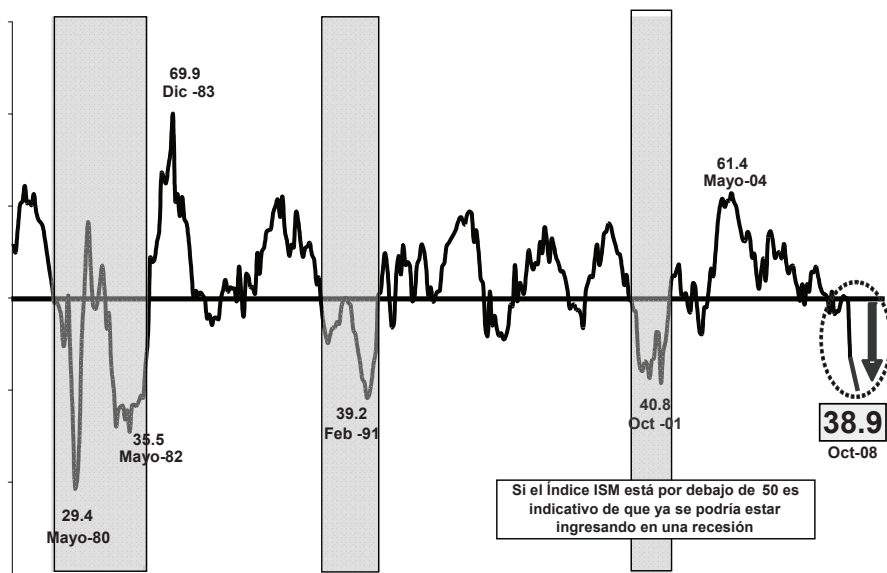
do un cierto nivel de demanda foránea, pero esto no es ninguna garantía de cumplimiento futuro en los pagos. Son cosas bien distintas, en el otro extremo, conozco gente muy entrenada que compró títulos argentinos de alto rendimiento, muy pocos meses antes del default. Por el momento, los rendimientos de los Treasury Bonds (Bonos del gobierno) a 30 años, llegaron al mínimo en 50 años. Los valores de corto plazo del Tesoro, están cerca de 0% de rendimiento, porque refleja esa fuga irracional de los flujos de países emergentes que buscan refugio sin ningún rigor técnico, supuestamente protegen sus posiciones volando hacia la calidad, con los activos financieros de mayor liquidez y más convincente del mercado de deuda pública (en términos históricos). Recuerde que para esta crisis no hay manuales, dijo el secretario del Tesoro de EE.UU., Henry Paulson.

La deuda del gobierno de EE.UU. podría sufrir una fuerte caída, una vez que los inversores sospechen que también esta es una burbuja. Si esa percepción se extiende y escala, podría provocar una fulminante suba del costo de financiamiento en los EE.UU. y Europa, con tremendas consecuencias para una economía en recesión y deflación. En Gran Bretaña, los seguros contra default, ya subieron a su récord máximo para la deuda a 10 años. Alemania y Francia, multiplicaron su costo por cuatro, en solo unos meses.

Si usted quiere que le diga: “todo está bajo control”, no cuente conmigo.

## EE.UU. ingresa a una recesión

Índice ISM Encuesta a los gerentes de compras de empresas.



30-11-2008

## **¿Cómo sigue todo en 2009?**

Al presente se trata de evitar que la economía mundial vaya hacia una depresión profunda, para que la recesión dure entre 18 y 24 meses. Ahora los ideólogos de las desigualdades intolerables dicen: "...las hipotecas subprime de alto riesgo ya son historia antigua, lo urgente es atender la recesión"... "la estructura que permitió que se produjeran estos hechos tendrá que ser rediseñada"...; hablan como si no tuvieran nada que ver, haciendo caso omiso de dar cuentas por la responsabilidad en este verdadero desastre, exhibiendo sin pudor su discapacidad compasiva frente a los damnificados. La verdad es que EE.UU. está exportando una crisis fenomenal a todo el mundo, sin responsabilizarse por la aplicación de los estándares defendidos que favorecieron la globalización de los mercados.

Las economías emergentes sufrirán una desaceleración en su crecimiento, mucho más intensa de lo que se esperaba hace unos meses atrás. El fortalecimiento del dólar no ayuda, ni es sustentable en el tiempo. Habrá vaivenes especulativos, pero eso es todo. A mediano plazo la economía estadounidense tendrá que ajustar su enorme déficit fiscal y de cuenta corriente, dado que nadie querrá financiar ese absurdo desfasaje, lo más probable es que en algún momento el dólar inicie una tendencia a la depreciación. La firmeza del dólar de corto plazo, se ve explicada en buena parte por un supuesto "vuelo hacia la seguridad", gatillado por la crisis internacional que se va realimentando al absorber capitales de otras zonas. La fuga de capitales de países emergentes se mantendrá elevada por un tiempo, y como el dólar históricamente ha sido el activo seguro por excelencia, allí estará el refugio de los inversores más conservadores. El diferencial de tasas de interés que venía favoreciendo la valorización del Euro en detrimento del dólar, se verá reducido. Los Bancos Centrales del G7 alcanzarán los recortes de tasas de interés de la FED, elevando de este modo el atractivo del dólar.

La exagerada preocupación por la inflación, siempre amplificada por el enfoque monetario, ha desaparecido del mundo. En el mundo ya se teme a la “deflación” abiertamente, se terminó la candonga de “la inflación” con que medran los profesionales del miedo.

16-2-2009

## Se busca profeta

El colapso del nivel de actividad es concluyente y cada vez más uniforme entre los países poderosos. Aumentan las dudas acerca de la profundidad y la duración de la recesión internacional.

El nivel de actividad mundial, que se desaceleró fuertemente en el tercer trimestre de 2008, propiamente colapsó en el último trimestre. El PBI real global se cobraría una contracción de 5.3% con respecto al trimestre anterior. Esta calamidad ocurre en los países desarrollados y también en los emergentes. El ranking de caídas de PBI lo encabeza Corea que cayó 20.4%, Singapur 17.2%, Rusia 13.5%, Japón 12.7%, Europa del Este 8.3%, Alemania 8.2%.

La producción de vehículos en España registró el pasado mes de Enero la mayor caída mensual de su historia, con un descenso del 53% en relación a igual mes de 2008 y un total de 124.000 nuevos vehículos fabricados. La situación ha provocado ajustes de producción en las plantas mediante la presentación de expedientes de regulación de empleo (ERE) temporales y ampliación de periodos vacacionales. Por tipos de vehículos, la producción de turismos, el segmento de mayor volumen, sumó 99.000 unidades, lo que arroja un descenso del 50%. La fabricación de vehículos industriales, se desplomó un 55,5% en el primer mes del año, hasta 24.772 unidades. El descenso de producción en Enero se registra después de que el ejercicio 2008 ya concluyera con una caída del 12%, hasta las 2,54 millones de unidades, que situó los niveles de fabricación en línea con los registrados en 1997. La economía japonesa afronta los peores indicadores económicos de los últimos 35 años y su Producto Bruto Interno (PBI) se derrumbó de manera catastrófica en el último trimestre de 2008: un 12,7% anual. Esta caída sólo se compara con el índice de Enero-Marzo de 1974, (-13,1%), a causa de la crisis petrolera de ese año.

No hay dudas de que la contracción de la economía de EE.UU. empujó a las economías desarrolladas y las economías emergentes, se manifiesta una alta sincronización en la caída de la demanda agregada y el nivel de actividad en los distintos países, lo que sugiere la irrupción de nuevos y veloces mecanismos de transmisión desde las economías desarrolladas a los países emergentes. Asia –sin Japón– habría mostrado una contracción superior a EE.UU. y Europa.

Cada vez las “malas nuevas” son peores, y se multiplican los paquetes de estímulos monetarios y fiscales que no terminan de detener la magnitud de una crisis, cuyas probables fechas de recuperación se corren hacia delante día a día.

Los analistas más optimistas que dijeron “en el segundo semestre llega la recuperación”, hoy hablan de fines de 2009. Los pesimistas hablan de depresión, salida lenta y dolorosa, con suba de desempleo a nivel mundial.

No podemos planificar porque no conocemos el futuro, lo cual no necesariamente es una mala noticia. Podemos empezar a planificar si tenemos en cuenta nuestras limitaciones para pronosticar. Predecir hacia dónde se dirige la economía mundial, ya es una tarea de “profeta”. Una profesión que comienza a competir razonablemente con la del master egresado de “las universidades de mayor marketing del mundo”, que no acierta una.

En medio de tanta incertidumbre, aumentaron las ventas de “El Capital” de Karl Marx, y “Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero” de John Maynard Keynes. Yo creo que resultaría más sabio monitorear la Biblia, existe allí más claridad sobre los sucesos actuales, que en todos los libros y trabajos de investigación disponibles.



## **ASOMARSE, RESPIRAR Y VOLVER A HUNDIRSE**

4-9-2010

### **El mundo se vuelve impredecible**

Por un lado la euforia de la economía real, por la aparentemente excepcional e inesperada recuperación de la producción europea, pero por otro lado, en los mercados de títulos existe el temor de que Irlanda necesite más fondos para sanear a sus bancos y afrontar el vencimiento de su deuda. Una nueva sospecha ha provocado la huida de los inversores de sus bonos a otros más seguros. El diferencial entre la rentabilidad exigida a los bonos de Irlanda a 10 años con los de Alemania –una distancia que fija la prima de riesgo y condiciona la financiación tanto del Estado como de las entidades del país–, ha marcado su nivel más alto desde la entrada en vigor del Euro. La prima de riesgo de Portugal ha alcanzado un máximo histórico en estos primeros días de Septiembre. España ha visto aumentar su riesgo país ligeramente por el importante descenso registrado en la rentabilidad de los títulos a 10 años de Alemania. Grecia ha vuelto a sufrir y ha visto como su prima se acercaba a los niveles de principios de Mayo, previos a la aprobación del plan de rescate por la UE y el FMI.

En el otro continente, también existe cierto desanimo; es obvio que la recuperación estadounidense perdió fuerza y que una vez que las empresas repusieron sus stocks no avanzaron con nuevas inversiones. Entonces también se encienden luces en relación con los riesgos de una nueva desaceleración en los EE.UU., los mercados calculan los riesgos de una probable (“W”), hasta con un 40% de probabilidades asociadas

de ocurrencia. Prestigiosos analistas temen que la actividad económica vuelva a caer en un pozo.

Como vengo sosteniendo, el mundo luce impredecible, y especialmente los mercados nos recuerdan, que la incertidumbre, llego para quedarse.

12-9-2010

## Un respiro

La comisión europea revisó al alza su previsión de crecimiento para 2010, a 1,7%, contra 0,9% antes de ahora. El PBI real de Europa aumentó en el segundo trimestre de 2010 a un ritmo anualizado de 3.9%, parecería una exageración, pero el crecimiento europeo fue arrastrado por Alemania, que publicó una suba sorprendente de 9% anualizada, tal vez la tasa más alta alcanzada desde la reunificación alemana, con la caída del muro de Berlín.

Después de la crisis griega y las perspectivas oscuras que se blandidieron sobre la región, esta noticia ayudó a desembarazar el ambiente enrarecido. El anuncio por parte de las autoridades europeas de un plan de rescate para los países fiscalmente más comprometidos y, el hecho que disminuyera el riesgo de insolvencia del sistema financiero europeo al realizar los stress tests, construyeron los cimientos para retomar la dirección correcta, exhibiendo a un BCE que estaba controlando la situación de los bancos, y en particular su exposición a los riesgos soberanos de los distintos países, brindando mayor transparencia e información sobre el panorama actual de las entidades. Sin embargo la realidad, es que Alemania se está beneficiando de la recuperación de los países emergentes, y de la buena performance del comercio mundial, que sigue en expansión luego de recuperar casi todo lo dañado durante la crisis.

Los mercados del mundo recibieron sosiego ya que los bancos tendrán suficiente tiempo para cumplir con la norma acordada en Basilea, con periodos de transición que en algunos casos se extienden a enero del 2019 ó más. Las acciones financieras experimentaron alzas por los nuevos requerimientos de capital aprobados, y la bolsa de Nueva York subió impulsada por los valores bancarios, luego del acuerdo de los reguladores para reformar el sistema financiero internacional. Los operadores parecen aplacados por el hecho de que el acuerdo de Basilea III, que no obliga a los bancos a captar enormes sumas de dinero inmediatamente, sino que les da varios años para alcanzar los objetivos Reu-

nidos en Basilea. Los directores de bancos centrales y los reguladores acordaron que entre el 1º de enero de 2013 y fines de 2018, la proporción de fondos propios de los bancos deberá alcanzar 7% de sus préstamos, integrando un respaldo que los proteja en caso de crisis. Las instituciones disponen de siete años para cumplir esas exigencias. Aun los bancos cuyo endeudamiento supera las exigencias de Basilea III, tienen mucho tiempo para cumplirlas, los otros disponen de hecho de capital excedentario. Al parecer, no habrá crisis bancaria inminente y se sortearán los problemas de los países con riesgos soberanos, por el momento. Pero si las locomotoras emergentes de China, India y Brasil disminuyeran significativamente el estímulo monetario al gasto agregado y ello afectara su nivel de actividad, disminuyendo la demanda externa por productos europeos, otro sería el pronóstico. Pero en general, con una serie de buenos indicadores publicados en China, se alejan los temores de recaída de la economía en la recesión.

La producción industrial china aumentó 13,9% en Agosto comparada con el mismo mes de 2009, y las ventas minoristas 18,4%, la FERRARI amarilla no se detiene.

11-10-2010

## **Nuevo diluvio monetario**

Tras dejar atrás una historia plagada de episodios desagradables, los países emergentes atraen capitales; mientras el mundo desarrollado los ahuyenta. Las tasas de interés sumamente bajas de la Reserva Federal están profundizando el desconcierto mundial, en lugar de estar contribuyendo a crear confianza. Los países desarrollados están moderando su ritmo de expansión y como seguirán esa tendencia, se aguarda que el G3 anuncie la aplicación, de una segunda ronda, inyectando liquidez a través de la compra de títulos públicos.

Ante la aparente imposibilidad de aplicar una política fiscal más expansiva, debido al deterioro que muestran las cuentas públicas y el alto nivel de endeudamiento, parecería que la única alternativa que tienen las autoridades del G3 es la vía monetaria. Sin embargo, difícilmente la política monetaria resulte determinante para apuntalar la demanda agregada y disminuir el desempleo.

Si bien “el primer diluvio monetario” permitió evitar la catástrofe del sistema financiero internacional, inundando de liquidez los mercados, “el segundo diluvio” puede no ser tan efectivo, dado que las familias estadounidenses endeudadas, no volverían a consumir sin límites, como lo hicieron antes.

En términos de PBI, la desaceleración del ritmo de crecimiento mundial anticipa que la economía aunque siga creciendo, lo hará a en forma mucho más moderada que durante el último año, cuando entre el cuarto trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2010, crecía a un ritmo anualizado de 4.3%. Ya en el segundo trimestre de 2010, pasó a 3.9% y en el tercero de 2010 está creciendo a una velocidad anualizada escasa de 2.5%.

En Europa se fue apreciando el Euro por el diferencial de tasas, pero la situación de los denominados PIIGS, sigue siendo débil. Los PIIGS no logran recuperar la confianza de los mercados, a pesar del plan de

asistencia financiera anunciado por la Comunidad Europea, hace ya casi un semestre.

El aumento del spread de riesgo griego, tras el anuncio de un paquete de ayuda, está reflejando que a Grecia le será muy difícil volver a financiar sus obligaciones colocando deuda a mayor plazo en los mercados. Si Grecia no puede bajar el gasto en forma decisiva y no accede a la colocación voluntaria de títulos, necesitará mayor asistencia financiera oficial de Europa; o como venimos sosteniendo, tendrá que reestructurar su deuda, posiblemente con quita.

28-01-2011

## **Los implacables mercados dan un respiro**

A pesar de las buenas noticias financieras de esta semana, Europa sigue complicada, y con muchos temas por resolver.

La situación de los PIIGS sigue siendo precaria, y nadie garantiza que no aparezcan novedades provocando turbulencias en los mercados.

El PBI de la Eurozona creció a una velocidad anualizada de 1.5% en el último semestre de 2010, y nada hace prever que habrá un salto mayor. Con recetas recesivas de ajuste fiscal, más la baja predisposición del BCE a seguir flexibilizando su política monetaria, no existen perspectivas de recuperación de la actividad económica en 2011, más allá de 1.5/1.8%.

Las enormes asimetrías entre países europeos, complica el manejo de la política económica en general. Mientras Alemania crece a un ritmo anualizado de 3% anual; Austria, Finlandia, Francia, Holanda Bélgica y Luxemburgo lo hacen a un ritmo de 2% anual. La Sub Europa (PIGS), crece inclusive por debajo de 1% y hasta negativo en el caso de Irlanda. Así las diferentes realidades, actúan como unos obstáculos ineludibles para sincronizar políticas conjuntas.

Un poco más flexible ahora Alemania, parece estar más dispuesta a auxiliar a los países más sensibles, e incrementar sus esfuerzos para evitar una ruptura de la Eurozona. Ángela Merkel ya no habla de cómo los inversores deberían compartir las pérdidas en futuras reestructuraciones de deuda, y se exhibe menos remisa a bajar las tasas de interés de los planes de rescate a los países que no hicieron bien “los deberes”. Hoy Alemania dice que esta dispuesta a discutir la posibilidad de bajar las tasas del fondo de rescate y asistir en la capitalización del sistema financiero de los países denominados PIIGS. Ya los ministros de finanzas de la Eurozona convinieron dar una solución general a las embarazosas situaciones que enfrentan varios países europeos, y comenzarían a introducir cambios al actual régimen de administración de crisis,

disipando dudas sobre el funcionamiento del mecanismo permanente de resolución, a la vez de acordar una nueva ronda de “stress tests” para los bancos, mientras se afirma el compromiso fiscal y avanza el proceso de reformas estructurales.

A mi juicio, Europa sigue necesitando una solución más sólida, que pasa por la reestructuración de la deuda pública de los PIGS, más allá de una imprescindible e inmediata baja de la tasa de interés del ESFS. Aunque España colocó un bono a 5 años de plazo por € 3,000 millones, habiendo recibido ofertas por € 6,308 millones, pagando 4.59% anual, todavía tiene 20% de paro. Aunque Portugal colocó un bono a 10 años por € 600 millones, habiendo recibido ofertas por el triple del monto adjudicado; pagó 6.76%, casi 400 basis points por encima de lo que paga Alemania. Si se puede llamar “buena noticia”, digamos que algo podemos contar de la caída del riesgo de Grecia de 1,268 a 1,067 basis points, e Irlanda de 711 a 602 basis points. Los implacables mercados levantan sus pies un centímetro (de los cuellos), para que aspiren un halo de oxígeno, ambos pacientes de terapia intensiva.



## **ARGENTINA DIJO BASTA**

### **Creatividad y coraje**

La modificación de la estructura económica internacional, demanda una dinámica de resolución de conflictos flexible y altamente creativa. Es necesario que los procedimientos sean ágiles y expeditivos. No es posible que un país con los recursos de Argentina, haya soportado cuatro años de recesión (1998-2002), a causa de insistir con recetas estándar.

Contrariando la desconfianza de expertos conservadores y funcionarios, no existe ningún misterio arcano en la receta Argentina. Creatividad y audacia. Creatividad es una habilidad en la cual todos los técnicos deberían abreviar, por la dinámica de la globalización. Audacia para negociar con organizaciones internacionales es una clara ventaja. Un buen estratega político-económico necesita grandes dosis de coraje.

Si no queremos que los beneficios tecnológicos de la globalización se vean frustrados, debemos encontrar soluciones para mitigar los daños que el mundo viene padeciendo.

Es necesario tomar conciencia, que los obstáculos que están surgiendo, obligan a los funcionarios de las organizaciones mundiales a flexibilizar las estructuras mentales. No es posible seguir con enmiendas precarias, es necesario encontrar beneficios radicales.

Es intolerable y sarcástico escuchar economistas y políticos buscando soportes cuantitativos para explicar lo inexplicable. Digan lo que digan, el sistema tal cual lo conocimos colapso, fueron el estado y los contribuyentes quienes salieron a rescatarlo.

10-5-2010

## **Argentina, un retrato para Grecia**

Si bien la acción coordinada de los gobiernos y los bancos centrales europeos impidieron un desastre sin precedentes, lo han hecho protegiendo bancos e impidiendo la extinción del Euro sistema.

La Unión Europea ha acordado una decisión histórica; sin dudas, la más relevante acción coordinada desde la creación del Euro en 1999. La puesta en marcha de un mecanismo de asistencia financiera para ayudar a los países de la zona Euro con dificultades para pagar su deuda, contará con una participación activa del FMI y en total permitirá la movilización de unos 720.000 millones de Euros entre préstamos y avales.

Si bien la economía mundial viene mostrando signos de recuperación, aun es demasiado precaria la evidencia. Las mejoras se observan fuertemente en los mercados financieros, y muchísimo menos en el sector real de las economías. Los riesgos siguen latentes, EE.UU. está reparando como puede los estragos de la crisis, pero Europa tiene serios problemas, de difícil resolución. Sigue alto el desempleo, y se observa debilidad fiscal en “los países serios”. Para completar el panorama, el crédito es escaso a causa de las notas soberanas que siguen bajando las calificadoras de riesgo.

Grecia me recuerda aquel “Blindaje 2000 de Argentina”<sup>10</sup>, son muchas las coincidencias con el proceso de descalabro en que desembocó la caída de gobierno de la Alianza. Podríamos parangonar a la economía helénica afectada por la crisis mundial de 2007/2008, con los diferentes shocks exógenos que para “la convertibilidad” resultaron “la crisis del arroz” de 1997, “el default ruso” de 1998 y, la devaluación de Brasil de 1999. Grecia arrastra 12 trimestres consecutivos de recesión, sin mediar ajuste todavía, su déficit consolidado en 2009 es de alrededor de 14% del PBI, y su deuda pública representa 124.5% del PBI. Se disparó el

<sup>10</sup> Conjunto de préstamos de los organismos multilaterales de crédito, el Gobierno de España y Bancos, otorgados a la Argentina.

riesgo país por un eventual default soberano y el costo del financiamiento privado salto por las nubes amenazando con poner en default también al sector privado. No obstante haberse anunciado un enorme salvataje por parte de Europa y el FMI (recuerde en detalle como en la Argentina-2000 “El blindaje” fue ampliamente promocionado con spots publicitarios del mismísimo De la Rúa). El gobierno griego ya tiene muertos, fue así como la Alianza se precipitó en picada un año después del Blindaje, a partir de la represión de los estallidos sociales producto de los sucesivos ajustes.

Tal vez los economistas, el FMI y los “países serios de Europa” no hayan asimilado cual es el límite de presión que los pueblos toleran en democracia.

### **PESIFICACIÓN INEVITABLE=SALIDA DEL EURO ARGENTINA=PIIGS**

La pesificación asimétrica (administración Duhalde 2002), merecería todo un capítulo:

**Deudas:** Se pesificaron a 1x1 y se ajustaron por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER).

**Deudas bancarias:** se estableció un período de gracia de 6 meses con una tasa de interés máxima fijada por el BCRA.

**Depósitos:** Se pesificaron a \$1.40 por dólar; y se ajustaron por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER). Se establecieron tasas mínimas de interés fijadas por el BCRA.

Los certificados de los depósitos reprogramados se pudieron fraccionar y utilizar para realizar transacciones.

Se pudo solicitar la desafectación de los depósitos reprogramados para cancelar los salarios de Enero de 2002 y los anteriores adeudados, para pagar obligaciones con el Estado (Nacional, Provincial o Municipal), para cancelar deudas bancarias.

Esa “discutible medida económica”, generó una sospecha permanente de inseguridad jurídica en la Argentina, ya que se habían violado todos los contratos vigentes; y se había dado lugar a una volatilidad normativa excepcional. Por muchos meses nadie creyó en nada que se le dijera desde la Argentina.

Se emitió moneda y se produjo una proliferación de bonos públicos argentinos que crecía sin pausa, para compensar a Bancos y acreedores. Todo se fue sumando a la deuda pre existente al default; y así las cosas, con la devaluación, la relación de deuda/PBI aumentó hasta alcanzar el 170%.

¿Había otros planes para detener la masacre iniciada en Diciembre de 2001, se podía acabar con el cacerolazo de todos los viernes, y los martillazos a las vidrieras de los bancos que no devolvían los depósitos?

Seria arrogante opinar con liviandad y reducir la magnitud del estallido social que se había producido. En Octubre de 2002 en Argentina el 35% de las empresas nacionales con deudas mayores a 3 millones de pesos, estaba en problemas. (*Fuente: Gerencia de análisis de riesgo crediticio del BCRA*). El riesgo de insolvencia técnica o los préstamos en situación “de difícil recuperación”, creció 40% en 10 meses. Los créditos de cumplimiento puntual cayeron al 50% en el mismo periodo. Los que pagaban como podían, lo hacían mediante arreglos especiales y eran 4 veces más que a fines de 2001. Un informe reservado provisto por una de las calificadoras más importantes del mundo, registraba incumplimientos en 55% de las Obligaciones Negociables de las empresas argentinas analizadas. Además de eso, un 38% adicional de las Obligaciones Negociables figuraban con perspectiva negativa, aunque aún todavía no registraban incumplimientos. Es decir, el 92% estaba en situación de default ó, con perspectiva negativa. Además, los Bancos que concentraron el negocio financiero y prestaron dinero de los ciudadanos argentinos al estado argentino, aún valuando los bonos al 50%, tenían un Patrimonio Neto negativo de US\$ 8.000 millones. Por la compensación a los bancos y el canje de depósitos, el Ministerio de Economía emitió

bonos en dólares que recibieron las entidades, más los que recibieron los ahorristas, que totalizaron una emisión –luego del default– de 15.600 millones de dólares y 4.300 millones de pesos.

Los depósitos aumentaron a partir de entonces, no obstante el crédito seguía cayendo, la situación general era precaria. Quedó demostrada la “endebles del esquema de cambio rígido en el mediano plazo”, cuando el FMI le quitó definitivamente el apoyo al ministro Cavallo, en Agosto de 2001. Fue desde ese momento, cuando se precipitaron los hechos con mayor violencia. El default técnico cacareado y aplaudido en el Congreso formalmente; ya se había producido cuando Horst Köller y Ann Kruegger no atendían las desesperadas llamadas telefónicas del ministro Cavallo en 2001. A partir de allí, todo quedó cuestionado. Desde las aparentes ventajas de tener buenas relaciones con el FMI, hasta el régimen legal para las inversiones extranjeras directas, que eliminó completamente las restricciones para la llegada de capitales.

19-6-2010

## **Claves argentinas para los “PIIGS”**

Antes del default, el FMI despilfarró miles de millones de dólares con Machinea y Cavallo, y no logró salvar la economía argentina.

El paquete de 750 mil millones de Euros que anunció el Comité Europeo para el rescate, corre serios riesgos de ser infructuosamente invertido.

Los economistas argentinos ortodoxos argumentaron en 2001 que el FMI fue demasiado indulgente, decían que era una especie de “Caritas” de Argentina. Los heterodoxos creen que el FMI fue demasiado severo y que su visión para arribar a las soluciones fue siempre estafalaria. Recuerdo que ambos enfoques coincidían –en privado–, en reconocer que en la Argentina había un gasto exagerado; para unos era un “gasto derrochador”, para otros era lisa y llanamente un “gasto corrupto”.

Será importante estudiar la experiencia Argentina –entre 2000 y 2001– para recoger las lecciones, en un mundo que se viene pareciendo demasiado al que nosotros vivimos domésticamente.

El FMI no desalentó el sistema de Convertibilidad, ni tampoco la Eurozona, más bien hubo guiños y elogios. Más tarde (2001) sus funcionarios no lucirían tan entusiastas, cuando le soltaron la mano a Cavallo, porque veían llegar el desarrollo de los acontecimientos.

Parangonando ambos casos, Argentina y los PIIGS son los damnificados de la permisividad del FMI, adjudicada a errores de cálculo o engaño de los gobiernos a sus funcionarios.

Que esperanza!

En Argentina, –antes que los majestuosos bancos forasteros se negaran a responder por los depósitos–, recuerdo como se celebraba que la mayoría del sistema financiero fuera extranjero. En Europa fueron más cuidadosos con los bancos, aunque no tanto con los prestamos “intra zona”, fondos de inversión y títulos “extra zona”, que compraron como consecuencia de la internacionalización financiera. Aquel noventista

aparentemente más estable sistema bancario argentino, no le prestaba a la PYMES locales, el sistema europeo en cambio, invertía demasiado en titulizaciones de hipotecas estadounidenses y deuda de países europeos periféricos que se iban integrando a la zona, creando burbujas de todo tipo. Recuerdo una empresa que construía casas exóticas en las montañas de Bulgaria a la vera de corrientes de ríos naturales (en 2007).

Luego de la crisis de Asia y el default ruso, se vino el cimbronazo para Argentina.

El valor del dólar en el mundo, al igual que ahora, se incremento fuertemente; los salarios y los precios cayeron en Argentina, pero no lo suficiente para permitir que compitiera en forma efectiva. Luego de la recesión que comenzó el tercer trimestre de 1998 y no se detuvo, completamos el cocktail del desastre –de Marzo a Noviembre de 2001– con los depósitos en caída libre hasta “el corralito”.

El FMI, –al igual que en estos días en España–, apoyo una política fiscal contractiva, cometiendo el mismo error que ya había cometido en Asia, con las previsibles y desastrosas consecuencias que vendrían. Cualquier economista puede asegurar que las políticas contractivas alientan la recesión y que al final, los objetivos presupuestarios no se logran. Rara vez se recupera la confianza cuando una economía cae en recesión y el desempleo es de dos dígitos.

16-12-2005

## **La decisión de cancelar con el FMI, afianza el modelo argentino**

La decisión argentina de cancelar su deuda con el Fondo Monetario Internacional, “refleja la confianza” del gobierno de Buenos Aires en que su posición externa es lo suficientemente fuerte como para afrontar un pago adelantado”, afirmó el jefe del organismo, Rodrigo Rato en Washington DC. De la señora Anne Krueger, número dos del FMI, todavía no hemos tenido noticias.

Esa aseveración es trivial. Es obvio que ningún presidente lúcido que acaba de reestructurar una deuda 100 mil millones de dólares en default exitosamente, asumiría un compromiso de tal magnitud en forma titubeante. Es triste, pero el FMI y su máximo responsable, se quedaron sin respiración al tener que contestar en tiempo real la decisión tomada por el gobierno argentino. De la misma manera, el FMI y su máximo responsable se quedaron sin argumentos para explicar que todas las “indiscutibles recomendaciones” que le facilitaron a la Argentina –las cuales nunca aceptó– eran incorrectas o mucho menos efectivas que las de elaboración doméstica, tanto a nivel técnico como práctico.

La declaración de Rato y los patrocinadores de la consigna: “acataamiento incondicional al FMI, o muerte”, se ausentaron de los sitios que frecuentan. Salvo en un solo caso de inverosímil giro, fue imposible conseguir la opinión de ciertos analistas otrora sobre mediáticos.

–¿Qué paradójico? –Si el FMI acertó en su receta con Brasil y se equivocó con la Argentina, –¿por qué las decisiones de ambos países coinciden en abandonar la asistencia de ese organismo multilateral de crédito?

En el caso de Brasil, el día Martes, Rato trató de mostrarse convencido de que la posición externa brasileña es crecientemente fuerte y que la cancelación de deuda obedece a su excelente relación de liquidez, facilitada obviamente por escuchar las reglas del FMI. Esto se expresa en forma inexacta, ya que Brasil acumula una enorme deuda externa que más temprano que tarde tendrá que reestructurar si sigue subiendo



la tasa de la FED. Muchos brasileros se preguntan acerca de esa parte de la deuda –la que tienen por fuera de los organismos internacionales– ¿por qué Brasil tiene que pagar el 100% del capital, más los intereses que representan el triple que renegoció la Argentina quien defaultó su deuda, y además obtuvo una quita del 75% del capital?

Al comentar la decisión argentina de cancelar su deuda de 9.810 millones de dólares, Rato simuló hacerse el satisfecho con la medida que le quita a su entidad un beneficio de casi novecientos millones de dólares en un solo año. Como ejecutivo de cualquier entidad, tendrá que encontrar el modo de reemplazar un solo cliente que pagaba puntualmente su deuda, y le hacía ganar dinero amortizando intereses. El hombre dijo: “le doy la bienvenida al pago argentino de sus obligaciones pendientes con el Fondo”, en un comunicado nada improvisado que tardó unos cuantos minutos en elaborarse, ya que inmediatos corresponsales me refieren que había más de media docena de expertos en construcciones retóricas para redactar semejante simpleza. Esto se difundió por la noche aquí en Chicago, a 800 millas de donde el FMI tiene su sede. “Esta decisión fue tomada por el gobierno (argentino) de acuerdo con sus derechos que como miembro normal del Fondo puede ejercer, y refleja su confianza en que su posición externa es lo suficientemente fuerte para autorizar el reembolso temprano”, dijo Rato. En realidad su sorpresa fue de tal magnitud que elaboró un elogio que contrasta con las frecuentes críticas y dudas acerca de la solvencia argentina que profirió hace solo algunas jornadas. Rato afirmó que “importantes desafíos y oportunidades” tiene por delante desde ahora la Argentina. Ciertamente, al igual que España y Estados Unidos o China –¿a qué se referiría el Dr. Rato?–. Prosiguió diciendo, “el Fondo mira hacia delante –es mejor que no mire para atrás– para mantener una relación productiva con las autoridades de Buenos Aires, y seguimos listos para asistir a las autoridades argentinas de cualquier manera que pueda ayudarlos a afrontar estos desafíos”. Claramente esta última parte tiene un grado de incoherencia fenomenal. Pero esta es la corte económica que toma decisiones que influyen en la vida de millones personas, muchas de las cuales viven o mueren, a partir de sus conclusiones.

Editorial Fortuna, 3-4-2006

## **Crecimiento a tasas chinas, Argentina no se detiene**

Se rectificó el óptimo ritmo de crecimiento de la economía argentina, la cifra final es 9.2% en 2005. En el último trimestre del año pasado, la velocidad de progresión fue de 2.1%, –tasa desestacionalizada– respecto al trimestre anterior. Este ascenso sostenido, mantiene los promedios de tasas de 2005 y 2004. El vigoroso crecimiento de la producción, caracterizado por un desarrollo de las economías regionales y por un aumento en los niveles del empleo formal en el sector privado, redujo la tasa de desocupación a 10.1 por ciento en el cuarto trimestre de 2005. El progreso ha sido equilibrado tanto geográfica como sectorialmente. Se extendieron notablemente los rubros de la construcción, turismo, transporte y comunicaciones, a la vez que se redujeron los niveles de pobreza al 33.8 por ciento y los de indigencia al 12.2. En el proceso en curso, fue sumamente importante recuperar el uso de la política fiscal como herramienta contracíclica y hoy la Argentina tiene un panorama fiscal previsible, con un superávit primario promedio en los últimos dos años del 4,9 por ciento del PBI. Este 2006 comienza con una leve desaceleración de las tasas trimestrales, no obstante con el significativo arrastre que dejó 2005 para 2006 (unos 3.6 puntos), el crecimiento del PBI se perfila en torno a 8%. Hay quienes arriesgan 9%, mientras los datos actuales nos dicen que ya se superó el ingreso per cápita real de 1998. El impulsor más notable de la expansión económica siguió siendo el crecimiento de la demanda doméstica. La inversión, uno de los motivos de mayor preocupación, continuó jugando un papel favorable y enérgico durante 2005, alcanzando un nivel de casi 20 puntos del PBI, al crecer alrededor de 23%. La inversión en construcciones (industria madre de industrias), siguió para arriba, al expandirse 20%. En 2006 la inversión probablemente supere la marca de 1998 (21.1% del PBI) aunque continúan excusándose inversiones claves que según parece, podrían comenzar a asomar en el transcurso del presente ejercicio. Las inversiones requieren reformas estructurales, mejora de los

mecanismos competitivos, respeto por la propiedad privada, reglas de juego claras y seguridad jurídica. Sin embargo para los que se aferran a los manuales neo clásicos, se confirma en la Argentina y en el mundo la definición que alguna vez engendró J. M. Keynes quien dijo: “No hay nada más peligroso que la búsqueda de una política racional de inversiones en un mundo irracional”. Para finalizar, entramos en el trimestre número 16 de crecimiento ininterrumpido donde acumularemos 37% de suba, después de la caída del 10.9% de 2002. Dicen por allí que no somos normales ni cumplimos con las normas Iram del G7, el FMI, ni con todo el vademécum de letanías somníferas de voces de la economía karaoke. Los ministros y presidentes que supuestamente habían perdido la razón desde 2002 en adelante, pese a todo perseveran haciendo lo contrario de lo que le piden los mercados, los organismos multilaterales de crédito y los profesores neo clásicos de las universidades más cool de la Argentina, aunque los siguen haciendo con los resultados anteriormente expuestos.

## **Argentina salió adelante, dejando en ridículo a los oráculos**

Fracasa la explicación de los refractarios al modelo de salida Argentino. Pasaron del “simple rebote técnico”, al “viento de cola” que le regalaba un mundo desarrollado que crecía a tasas anualizadas del 5% (entre 2003 y 2007). Pese a la crisis de la Eurozona y la débil recuperación de los EE.UU., Argentina sigue expandiéndose a ritmo acelerado, habiendo dejado atrás la fuerte contracción de 2009.

En 2010, la economía se expandirá, al menos 9% anualizado. Con estos datos, el PBI ya se ubica bastante por encima del nivel previo alcanzado en el tercer trimestre de 2008 –el record histórico anterior–, antes de la recesión mundial. Contradiendo a los economistas que exaltaron otros países, desestimando y denostando en sus pronósticos las chances de recuperación Argentina, las tasas de crecimiento han duplicado levemente las de Brasil. Se recupero la industria nacional, se triplicaron las exportaciones en 5 años; en términos de consumo (+75%), los volúmenes vendidos en Shopping crecen. La confianza del consumidor registra subas, record de ventas de autos cero kilómetro en los mercados interno y externo, las ventas de electrodomésticos subieron en 2010 alrededor de 50% anualizado. La inversión repunta de la mano de las inversiones en construcción, maquinaria y equipos.

En 2010 crece la facturación de las empresas de transporte, agroquímicos, fertilizantes, maquinaria agrícola, comercio, y sobran dólares en el mercado cambiario. El crédito volvió a crecer a un ritmo anualizado superior al 40% en Abril y Mayo, a este buen dato, el BCRA, está otorgando redescuentos a los bancos para aplicar al sector productivo.

La facturación aproximada por la variación del PBI nominal año contra año se triplico. La producción de autos y de acero crecieron en primer cuatrimestre de 2010:70% y 50% año contra año respectivamente, la producción metalmecánica, del sector químico y de insumos para la construcción crecen entre 6 y 10% interanual.

En conclusión, hay más actividad económica, más consumo, y se observa un cambio de clima en los negocios y mejor humor en la gente.

Argentina lleva 8 años de crecimiento a tasas chinas, y una inversión que ha comenzado a reaccionar, en medio de un mundo convulsionado por una nueva crisis. Este modelo de salida de una crisis podrá derribar argumentos falaces, aportando pruebas de “éxito” concretas, atribuibles a decisiones propias de política económica.

Si Argentina fue el ejemplo de la sumatoria de errores propios, también fue víctima de los oráculos forasteros, con sus recetas para el desastre.

Luego de dos períodos de gobierno de 8 años, ha conseguido salir del infierno en el cual estaba sumida en 2002; vale la pena analizar, cuales han sido las decisiones estratégico-políticas clave, que la condujeron fuera del laberinto.

1-12-2010

## **La política económica le ganó a la economía cuantitativa**

Los Monetaristas fundamentalistas de mercado, tradicionales adversarios de los Keynesianos; no comprendieron bien, no quisieron aceptar, o no pudieron ver, la importancia y el rol que las políticas públicas tienen para mitigar las fluctuaciones del ciclo económico, hasta que EE.UU. y el Reino Unido, hicieron uso completo de toda la batería de instrumentos de expansión fiscal y monetaria.

Para algunos economistas jóvenes, formados en una sola dirección; ha quedado demostrado que el Estado desempeña un rol imprescriptible como garante de los equilibrios macroeconómicos. La verdad es que la discusión y el debate en los últimos años, pasó por defender intereses, más que por los pretendidos “canales de transmisión de las políticas públicas”.

Se llegó a negar la posibilidad de oficiosidad, tildando a cualquier práctica parcial como “intervencionismo”; aun cuando economías como la Argentina, mostraban una elevada capacidad ociosa, la demanda agregada se hallaba deprimida por 4 años y asomaban claras señales de deflación (1998/2002). Por el contrario, se ha demostrado en los últimos 9 años, que el Estado puede aplicar políticas expansivas para estimular el gasto agregado, apuntalar la actividad económica y reducir el desempleo; porque cuando existe capacidad ociosa, la demanda agregada crece por encima de la oferta sin generar tensiones inflacionarias.

La publicidad oficial “Achicar el estado es agrandar la Nación (1976-1981)”, instaló una filosofía dominante en Argentina por 35 años. Desde entonces se fue minando el rol del Estado, y la posibilidad de intervenir en ocasiones, para acelerar la demanda. Se instaló el concepto de desacelerar el crecimiento de la demanda agregada nominal, para contener las presiones inflacionarias, como un dogma.

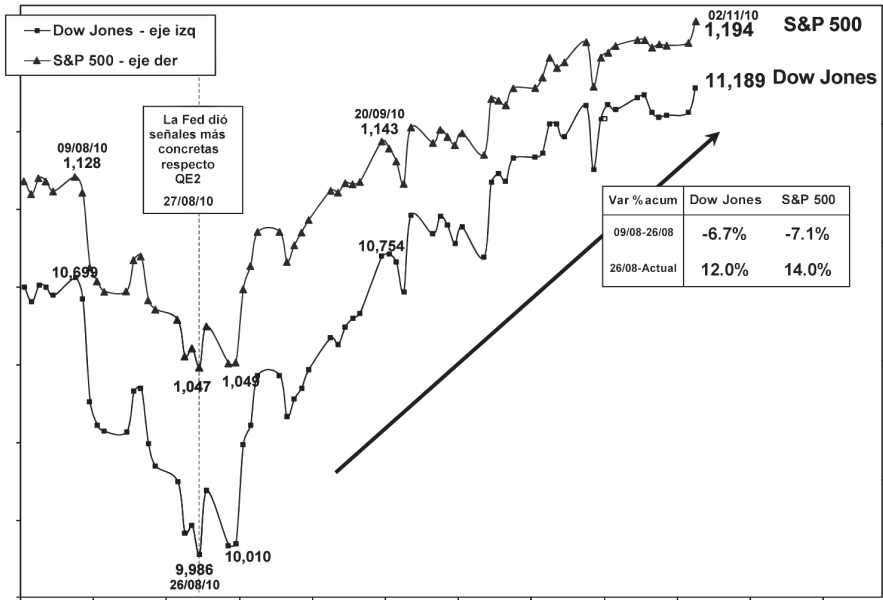
El desprestigio del rol del Estado, en su papel estabilizador de los equilibrios macroeconómicos, permitió que la Argentina y otros países

que habían legalizado este dogma (Ej.: en Argentina Leyes de Convertibilidad de la Moneda y Convertibilidad Fiscal), sufrieran recesiones irracionales sin siquiera poder valerse de una medida; provocando a la postre, los colapsos más extraordinarios de la historia económica contemporánea. Las evidencias empíricas han hecho que hoy, esta cultura de eliminar al Estado de todas partes, este en franco retroceso, básicamente en los países más desarrollados del mundo, con el apoyo de sectores importantes de la sociedad, y dirigentes políticos de distinto enfoque ideológico. El mundo entero cuestiona los resultados de las políticas previas al colapso mundial, si bien lucían antes, “irrefutables” (Recuerde “el Pensamiento Único”= La economía de mercado es la mejor forma de economía posible o, al menos, la menos mala; y cualquier intervención estatal, no es considerada estrictamente necesaria por su futilidad).

Juiciosamente se observa una menor devoción hacia la teoría económica, y esto viene acompañado de una fuerte desvalorización de los profesionales más encumbrados, incluyendo majestuosidades divinizadas por más de tres décadas.

Existe hoy un notable avance de la política sobre la economía, está muy claro que si Angela Merkel no convence al Parlamento alemán, los modelitos cuantitativos, se quedarán en la biblioteca acumulando polvo.

Las bolsas mostraron un importante rebote del orden de 13% desde fines de Agosto de 2010.



Sin embargo, no nos apuremos a descorchar Pomery, la historia de estos vaivenes, nos puede sugerir nuevos sedantes.



## **CUANDO SE APAGA LA LUZ, SE QUIEBRAN LAS REGLAS**

1-11-2008

### **Quebrando sus propias reglas**

Gran Bretaña anunció que ha decidido abandonar sus reglas fiscales para hacer frente a la crisis mundial y doméstica. Con esta intempestiva decisión –nada ortodoxa– los economistas británicos que asesoran al Parliament y la Corona, confirman la necesidad de salir del catecismo aparentemente irrefutable. Es que simplemente, el gobierno británico decidió abandonar las reglas fiscales impuestas por el propio Primer Ministro Brown, para hacer frente a la crisis. El ministro de Economía, Alistair Darling, confirmó con absoluta claridad que las dos premisas fiscales claves: A) Mantener el equilibrio presupuestario, y B) Limitar el gasto del gobierno al cuarenta por ciento de los ingresos fiscales, serán quebradas sin más trámite. Obviamente, “las circunstancias que enfrentan son excepcionales”, y claramente los británicos necesitan aplicar una mayor flexibilidad para construir un (bailout)<sup>11</sup> que salve de la quiebra tremebunda que se estaba avecinando a sus bancos y empresas. Los impecables banqueros de Londres pudieron entender perfectamente la situación y comparten las decisiones tomadas. El gobierno va a tomar deuda para aumentar el gasto público. Sin embargo, aunque luzca un tanto artificioso, se ha destacado la importancia que tiene la disciplina fiscal, que por el momento no han de respetar. Se aclaró también que se reducirá la deuda pública a mediano plazo, sin precisar ni remotamente fechas, ni montos.

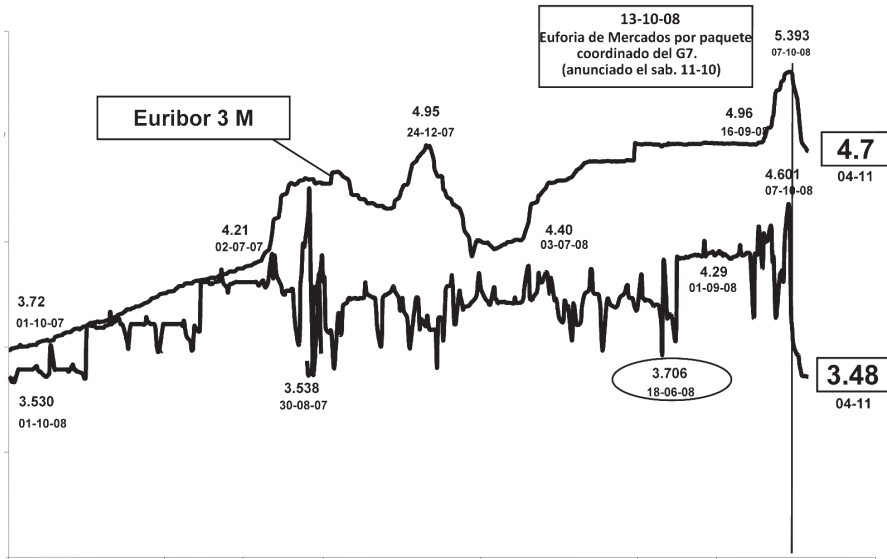
<sup>11</sup> Salvataje.

Difícil de imaginar unos meses atrás, pero hoy los gobiernos de los países “más serios del mundo”, están implementando políticas que hasta hace poco tiempo eran sospechadas de “socialistas”. Hasta entonces, los economistas heterodoxos lucían como verdaderos idiotas frente a los actuales e ilustres defensores de las mismas políticas. Pero es natural que las políticas y las opiniones de los economistas, evolucionen de acuerdo a quien sea el país que tiene que aplicarlas. El presidente Bush dijo: “... esto será un aporte de capital temporario a la banca...”. Sin decir por cuánto tiempo. Así nomás, disfrazados de serios, los líderes del mundo han cambiado las reglas del juego. Quienes lucían aparentemente in-conmovibles cuando no convencidos de su infalibilidad, han mutado en forma inconcebible, sin siquiera ruborizarse.

Un influyente ex director del BCRA escribió en el mismo periódico *—que en 1980 criticaba su criatura frankensteiniana—: ...”la experiencia indica que en este contexto las autoridades deben intervenir”...* Obviamente no puede explicar la realidad de lo que sucedió en el mundo, sin quedar mal parado. No existe una respuesta consistente con el discurso neoliberal, que les exima del desastre que esa corriente de pensamiento ha proclamado y venerado por treinta años.

Tal vez los gobiernos de los países emergentes, hartos de tanta hipocresía comiencen a prescindir de sus opiniones y decidir sin pedir tanto permiso al tribunal de ética del mundo. La palabra, las conductas y los dogmas; comienzan a cotizar muy bajo. La verdad, es que ni en la Argentina ni en el mundo algunos economistas han sido serios nunca, pero lo bueno de toda esta crisis, es que ahora ya nadie les cree nada.

Acertadas medidas de Inglaterra seguidas de manera coordinada por los países europeos aliviaron el stress



17-11-2008

## **Borrando con el codo lo que se escribió con la mano**

Las ostentosas y cambiantes disposiciones tendientes a calmar al leviatán financiero internacional, siguen siendo generosamente tomadas, por el comando anglo estadounidense, en forma concertada con sus otros cinco aliados del G7. Los resultados arrojados son patéticos. En los mercados mundiales existe un clima de inestabilidad dramático con fluctuaciones diarias, que arrojan pérdidas y/o ganancias billonarias en términos de capitalización bursátil y consecuentemente de riqueza, nunca antes vista por volumen. Los vaivenes del Tesoro de los EE.UU., anunciando que se cambiarán los destinos de los fondos que fueron aprobados por el Congreso, ponen en riesgo la calidad institucional de la nación rectora, mientras el presidente electo amenaza hacer en un día lo que el gobierno saliente no haga en los próximos dos meses. De este modo, es temerario y quimérico decir que en un par de semanas lo peor ha de pasar, como dijeron destacados economistas extranjeros y sus habituales amplificadores locales. En este escenario, se profundiza y generaliza la recesión en todo el mundo por efecto contagio. Los recientes indicadores de actividad y gasto de los EE.UU. son deprimentes. La actividad de la construcción es penosa, cae 23% en 8 meses la venta de automóviles y se restringe el consumo en general, que sigue en caída libre por el temor de la gente.

Para mitigar los efectos descriptos se ha emprendido una frenética aventura de salvataje sin plan, y a mediano plazo pudiera tener características destructivas en términos de crecimiento. Se están aplicando conductas monetarias y fiscales de alto riesgo inflacionario, destinadas a incentivar el nivel de actividad doméstico y el gasto agregado, sin ningún tipo de miramientos. El G20 ha exhortado a las naciones a hacer todo lo que esté a su alcance para adoptar políticas expansivas que amortigüen el riesgo recesivo. La contestación de la política monetaria es cada vez mayor, principalmente en las economías desarrolladas. El recorte de las tasas de interés en los países avanzados es el más espec-

tacular y más rápido de la historia reciente. La Reserva Federal bajó la tasa de referencia al 1% anual, al igual que “el maestro” Alan Greenspan en 2004, situación que estimuló en buena medida, la crisis financiera presente. En voz baja se escucha una letrilla que fue muy popular en la Argentina: “Se está apagando el fuego con nafta”. El Banco Central Europeo que se negaba a bajar la tasa de interés, desde que se inició la crisis a mediados del 2007, recortó su tipo referencial en 1%. El Banco de Inglaterra bajó la tasa en 1,5% alcanzando el 3% anual, el nivel más bajo desde que naciera un hombre adulto, como el que escribe esta nota. Esta es también la ruta que tomaron otros Bancos Centrales de países del “Primer Mundo” y aún de la Social Democracia más enaltecida por sus acólitos, Suecia. Canadá, Suiza, Dinamarca, Australia, Nueva Zelanda, nadie queda fuera.

Las tasas seguirán bajando en la vieja Europa occidental, y la Reserva Federal puede bajar aún, entre un cuarto y medio punto porcentual adicional.

Contra toda recomendación del enfoque prevaleciente en los últimos 35 años; las tasas de interés reales serán negativas el año que viene en muchos países desarrollados –¿estimulando la inflación? En cuanto a los emergentes, los Bancos Centrales de China, India, Corea, Singapur, etc. están bajando las tasas de interés y probablemente sigan este camino entrado el año 2009. En los ex países socialistas de Europa, los recortes de tasas de interés fueron limitados por la devaluación de sus monedas, que elevó el riesgo de inflación, y generó una gran caída de reservas; con riesgo de proseguir hacia una monumental y desquiciada devaluación en Ucrania, Hungría, República Checa, y Eslovaquia. En este contexto, sin Anne Krueger ni Stanley Fischer a la vista; Latinoamérica en forma consistente con el resto del mundo debe recortar sus tasas de interés y bajar encajes, se impone hacerlo implementando inclusive controles de cambio para evitar la sangría que provocó la fuga de capitales de los últimos trimestres. Brasil nuestro socio principal está más que complicado, y tampoco puede darse el lujo de mantener la actual tasa SELIC que hoy se ubica en un disparatado 13.75% anual. Además de la relajación de la

política monetaria, los gobiernos del mundo entero están planificando estímulos fiscales de todo tipo para enfrentar la recesión que avanza. La mayoría de los países desarrollados están preparando expansiones formidables para los próximos dos trimestres, reduciendo los impuestos y elevando el gasto público, otorgando todos los subsidios que sean necesarios, y por supuesto borrando con el codo todo lo que escribieron con la mano, hasta hace solo algunas semanas atrás.

23-11-2008

## **Neo keynesianismo para salvar el sistema**

Demanda agregada cayendo y oferta agregada excesiva, a causa de tantos años de “sobre inversión” en China y Asia. Inventarios desproporcionados apremian a las empresas que responden bajando los precios. Se vende con caída de rentabilidad o pérdida, a la sazón se reducen costos, salarios y empleo.

Cuando las economías empiezan a acercarse a la deflación, los bancos centrales empiezan a bajar agresivamente las tasas de interés, cayendo en el lazo de “la trampa de la liquidez”. Actualmente la tasa de los FED Funds es del 1%, habiendo bajado sistemáticamente desde que se encontraba en el 5,25%. Podría bajarse más aún, hasta 0,5% anual en forma inmediata, y probablemente baje a 0% en el primer trimestre de 2009. La FED, como mencioné en artículos anteriores, está inundando los mercados con dólares, hace ya varias semanas, a través de masivas inyecciones de liquidez.

Cuando la tasa de interés se acerca a cero, la comparación entre tener dinero en efectivo o bonos del gobierno de corto plazo con bajísimo rendimiento, hace que la política monetaria comience a perder efectividad, dado que tener dinero o tener bonos es prácticamente lo mismo. En un punto, la expansión monetaria no puede hacer que la tasa nominal de interés baje más. Por lo tanto, la política monetaria para estimular el consumo, la inversión y el gasto se hace inefectiva quedando atascada en “la trampa de la liquidez”, lo cual conduce a la necesidad imperiosa de aplicar instrumentos de política económica y acciones heterodoxas.

Por tal motivo, no es una casualidad que los ex combatientes por la libertad de los mercados estén aplicando heterodoxia pura, renunciando a su discurso y convicciones de toda una vida. Los riesgos de los Estados Unidos y el capitalismo mismo, son enormes. Cuando la demanda agregada cae vertiginosamente debajo de la oferta agregada; se instala la “deflación”. Por supuesto eso ya está pasando hace meses en forma parcial, están cayendo los precios de las casas, los automóviles, los bie-

nes durables y semi durables por el exceso de stocks. Por esta razón las empresas que tienen en sus estantes una enorme cantidad de productos, toman la decisión de dejar de producir, generando suspensiones y desempleo. Cuando este círculo vicioso –caída de precios, caída de producción, despidos, caída de ingresos de la familia, caída de demanda– ha comenzado a funcionar y repetirse una y otra vez, en una espiral hacia abajo, durante un prolongado periodo, se establece un ciclo económico enérgicamente contractivo.

Cuando prevalece la “deflación” no existen incentivos para consumir o gastar hoy, porque los precios van a bajar mañana. Por el contrario la deflación representa un incentivo para posponer la compra y el gasto de consumo e inversión, resignándolos para más adelante. ¿Por qué me voy a comprar un automóvil o una heladera hoy si creo que las terminales van a bajar sus precios durante el mes próximo? Es mejor posponer el gasto.

Esto también genera un círculo vicioso porque la caída de la demanda produce caída de la oferta, del empleo, los ingresos y entonces, nuevamente caen los precios.

Cuando se instala la “deflación”, “la tasa de interés real” es alta, a pesar que la tasa de los Fondos Federales ó de los Bancos Centrales sea igual a cero. Es muy fácil comprender que si aún consiguiera que me presten dinero al 2% anual, y la tasa de deflación fuera de 4%, el costo total sumaría 6%. Para los que tienen préstamos a pagar a largo plazo, contraídos en periodos donde las tasas fijas eran del 5% el asunto es más grave. En este caso las tasas reales representan el 9% –sumando 5% de tasa de interés + 4% de tasa de deflación–, y ellos –deudores– claramente ya no tienen oportunidad de postergar decisiones, porque están metidos en deudas. Los estadounidenses y europeos compraron casas, autos y heladeras que pagaron más caras de lo que valen hoy o costarán mañana, y amortizan ahora, préstamos cuyas cuotas incluyen una tasa de interés, que por efecto de la deflación, se incrementa en términos reales. En lugar de disminuir la carga de intereses por efecto de la inflación, el agobio aumenta por causa de la deflación que se suma a la tasa de interés.



La deflación es una alucinación para todo aquel que tiene deudas a tasas fijas. Quienes pretendieron congelar la tasa de interés –ex ante– para asegurarse el pago puntual de las amortizaciones en función de sus ingresos, se encuentran ahora con que la deuda contraída a largo plazo, –al caer el precio del bien financiado–, incrementó el valor real de sus responsabilidades financieras. Los deudores que están con menores ingresos a causa de la recesión, empiezan a sufrir mucho porque la carga es superior que lo que representaba cuando tomó la decisión de pedir el crédito.

Un aspecto ejemplificador es el de los que compraron una casa a largo plazo, asumiendo una tasa de interés de 5%, pensando que con un 2% de inflación, la realidad de la tasa era (5% tasa de interés, menos 2% tasa de inflación = 3% de tasa real). Ahora resulta que, en lugar de ayudarle la inflación a rebajar la tasa de interés que paga, empieza a agrandarse su carga por efecto deflación. Con el mismo ejemplo: si asumió una tasa de interés por un plazo de 10 años de: 5% de interés+2% de deflación= la tasa real es del 7%. Es decir, el cálculo inicial de pagar un costo de 3%, se convirtió en un 7%. Si esto lo llevamos a créditos por varios años... asumimos que los deudores de una economía en crecimiento toman una tasa fija con el objeto de protegerse de un aumento de tasas, y nunca pensando en deflación, entonces podemos decir que la cosa está que arde.

Pero hay más consternación, cuando un empresario tomó dinero prestado, pensando que la tasa de interés estaría por debajo de la rentabilidad que producirían los fondos invertidos en comprar un activo –apalancamiento positivo– que siempre aumenta de precio, cuando luego verifica que el precio de esos activos cayó y aún vendiéndolo al costo no cancela la deuda. Percíbese un constructor que solicita dinero prestado a una tasa de interés de 5%, para construir una casa que al finalizarla, su precio de mercado cae 25%... si eso sucediera solo por un año, tiene que pagar 5% de tasa de interés+25% de caída de precio= el resultado esperado es negativo (–30%). Traslademos esto a quienes especularon tomando dinero prestado por el 100% para adquirir activos líquidos o

derivativos –aire–, y venderlos o realizar posiciones rápidamente, una vez que hayan aumentado de precio, para devolver el préstamo y quedarse con la ganancia del dinero que le prestaron inicialmente...

No perdamos de vista al sector empresario, donde la deuda permanece fija y los precios de sus productos caen, obviamente los riesgos comienzan a subir, así también suben las tasas de interés que pagan para seguir adelante, es ahí cuando las quiebras masivas empiezan a despuntar.

Las economías neo liberales no funcionan de ninguna otra forma que no sea con crecimiento constante. En este paradigma el crecimiento no se puede interrumpir sin riesgo de desmoronamiento masivo. Tengamos presente que el nivel de participación del crédito al sector privado como porcentaje del PBI en esas naciones es muy alto. Recuerde que el crédito es el motor que impulsa estas economías, solo en los EE.UU. el crédito al sector privado representa 10 veces el volumen porcentual del PBI que exhibe la Argentina.

La apelación de la FED, bajando la tasa de interés como recurso para evitar la heterodoxia, está llegando a su fin, aunque como dije antes, no es que se vayan a interrumpir las bajas y aún puedan ser negativas. Es que “la trampa de la liquidez”, hace que en un punto, la política monetaria sea extremadamente inefectiva para reactivar la economía, y eso ya está pasando.

Contra todos los deseos de la administración Bush, los economistas neo liberales que le acompañan y nuestros oráculos vernáculos; hace su presentación: “el capitalismo de última instancia”; la “heterodoxia” y el “keynesianismo” operando hoy a pleno, con el objeto de restablecer los equilibrios macroeconómicos fundamentales que no pudieron conseguir “la libertad de los mercados”, ni los seres humanos muertos que el mundo necesitaría invertir, para esperar a que “la mano invisible” lo arregle todo.

24-1-2009

## **EE.UU. y Reino Unido, líderes del keynesianismo**

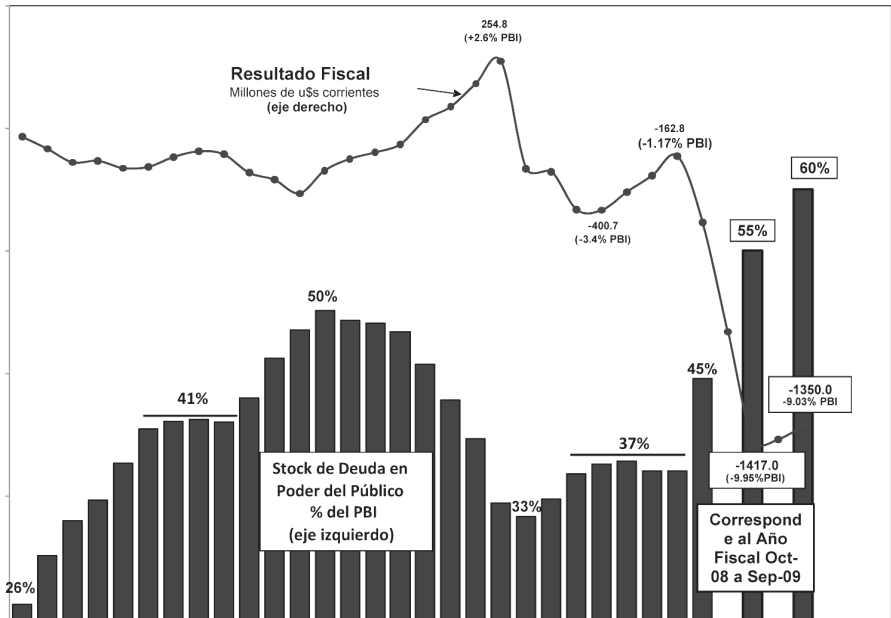
Siguen empeorando el sistema financiero internacional. Cada día aparece una nueva necesidad de ampliar el salvataje bancario en los Estados Unidos y Gran Bretaña. Quienes hablaban de una recuperación de la economía mundial en el segundo semestre de 2009, ya comienzan a desplazar dos o tres trimestres el eventual cambio de tendencia. Las perspectivas empeoran en forma consistente con los pésimos resultados de los balances bancarios. El desasosiego hace que los circunspectos ejecutivos anglo-estadounidenses intercambien indiscretas confidencias acerca de sus propias realidades. Parece que la exigencia de nuevas reestructuraciones y salvataje a los bancos estadounidenses “Of América” y “Citicorp”, y los británicos Barclays, Lloyds y Scotland Bank, son solo los primeros de una extensa lista de apremiados.

Los fundamentales de niveles de actividad económica son peores a los esperados por los gurús más pesimistas. Destrucción de empleo, aumento de la desocupación, caídas en ventas minoristas, producción industrial, y construcción de viviendas. El sistema financiero británico se encuentra muy comprometido debido a las pérdidas patrimoniales permitidas, y algunos bancos van ser nacionalizados, casi con seguridad. Los pasivos bancarios de alrededor de 4,2 billones de dólares, no soportarían una “corrida” bancaria y cambiaria. Al menor titubeo en las decisiones se puede producir una catástrofe de magnitud, dado que las reservas internacionales del Banco de Inglaterra, se ubican en un nivel comparativamente bajo. Aun no conocemos las proyecciones de crecimiento mundial del primer trimestre de 2009, pero continuarán en terreno fuertemente negativo, y se seguirán corrigiendo para abajo los pronósticos durante todo el 2009.

Por último, en un mundo económico completamente distinto, estos dos países seguirán aumentando la apuesta con generosos programas de estímulo fiscal y monetario. Estamos a poco que el Congreso le otorgue a Barack Obama un gasto adicional equivalente al 6% del PBI. Si a este

paquete le sumamos el anterior TARP<sup>12</sup>, y todo el flujo de financiamiento volcado en los EE.UU. y Gran Bretaña, podremos entender la verdadera magnitud de la crisis; y lo que es más importante, las verdaderas razones de los flamantes líderes de la nueva heterodoxia.

Políticas fiscales expansivas acentuando el déficit fiscal



<sup>12</sup>Troubled Assets Relief Program (Programa para aliviar los activos turbados).

26-4-2009

## ¿Dónde quedo el riesgo de la expansión monetaria?

El plan contempla la compra de hasta 300 mil millones de dólares en títulos del Tesoro a largo plazo, hasta 10 años en los próximos 6 meses, con el fin de mejorar las condiciones de crédito del sector privado. Comprará el Tesoro hasta 750 mil millones de dólares en títulos respaldados por hipotecas, para aumentar el anterior apoyo otorgado a los préstamos hipotecarios y a los mercados de viviendas. Ahora el total de compras de estos activos llega a 1.25 billones de dólares.

Se incremento desde 100 mil millones hasta 200 mil millones el monto destinado a comprar títulos hipotecarios de agencias gubernamentales con nombre de dibujitos animados.

El PPIP<sup>13</sup>, desembolsará entre 500 mil millones y 1 Billón de dólares en una enorme operación de salvataje para comprar activos de bancos, inversores individuales, fondos mutuales, fondos de pensión y compañías de seguro; en sociedad con el Tesoro, a través de licitaciones públicas.

Si un banco aprueba el “stress test”, –una prueba de solvencia–, y tiene en cartera un papel del cual desea desprejarse, podrá solicitarle a la Federal Deposit Insurance Corporation que licite el activo y se disponga a financiar hasta una relación de 6 a 1 la adquisición del mismo título. La mayor oferta que haga el sector privado en la licitación, será el precio total a pagar en conjunto por el inversor privado y el Tesoro.

Vamos a partir de un ejemplo que contemple la licitación de 100 mil dólares en títulos:

Suponemos también, que el activo objeto de licitación resigna desde el inicio un 16% de su valor nominal. El precio obtenido en la licitación sería de 84.000 dólares, el Tesoro aportará 6.000 dólares, el inversor privado aportará 6.000 dólares y, el nuevo Fondo de Inversión emitirá una deuda garantizada por el FDIC por 72.000. En el peor de los casos para el inversor, si el activo sigue perdiendo valor, la pérdida sería so-

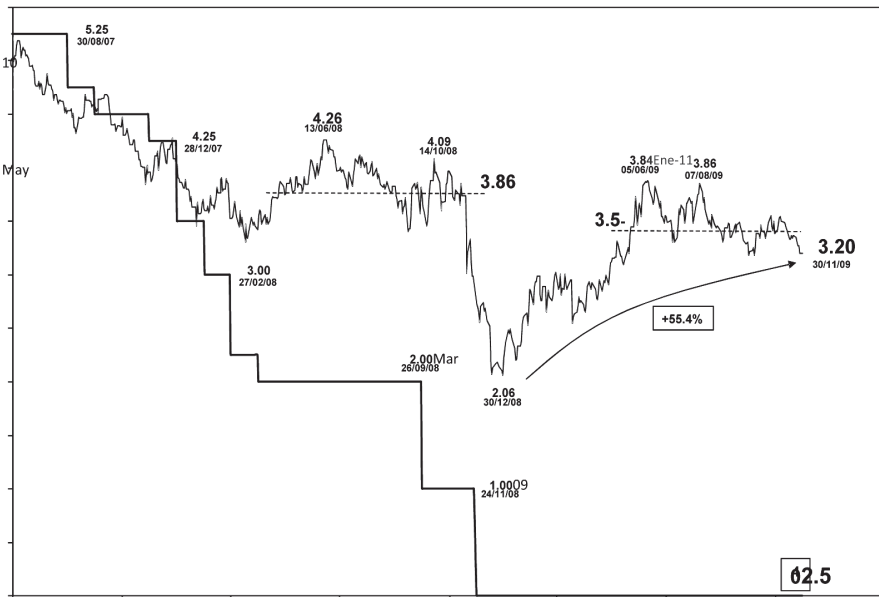
<sup>13</sup> Public Private Investment Program.

portada proporcionalmente por el inversor privado y el Tesoro, hasta cubrir 12.000 dólares. A partir de allí, las pérdidas llegarían al Estado, vía FDIC que garantiza la deuda emitida por el Fondo.

Vale decir, el activo sale con un descuento en la licitación; el Tesoro es socio del inversor privado; la FDIC sale como financista del inversor y garante del riesgo y, el resto es esperar ganancias si mejoran las perspectivas. La eventual pérdida del inversor privado está limitada porque no puede perder nunca más de los 6.000 dólares que aportó en este ejemplo tipo de 100.000 dólares en títulos.

Los egresados de Harvard y Chicago se desentendieron de todo lo aprendido y enseñado en 40 años. Han violado en forma extravagante, todo el enfoque de la escuela monetarista, en solo un par de semanas. ¡Viva la Pepa, viva la expansión monetaria!

Las tasas de interés permanecerán bajas por cierto tiempo y habrá demanda de bonos del Tesoro.



2-5-2010

## **El cigüeñal anglo estadounidense se preserva**

El Reino Unido publicó su estimación preliminar de crecimiento en el primer trimestre de 2010: (+0,2%). Es este el segundo trimestre débilmente positivo del PBI, luego de lograr el primero positivo en el último trimestre de 2009 (+0.3%), inmediatamente después de seis trimestres consecutivos de descensos. La verdad es que el dato no aporta un gran aliento ni se ve demasiado claro como UK sale de la recesión más profunda que ha conocido desde la “posguerra”, la más extensa y profunda, que llegó a registrar una caída trimestral de 2,6% hace cuatro trimestres, con una tasa interanual que se desplomó 6% en el segundo trimestre de 2009. El mismo 2009 cerró con una contracción anual de 4,9%. Por esta sucesión de datos, la estimación preliminar de crecimiento del primer trimestre de 2010 (0,2%), no reduce los temores acerca que la recuperación deseada pueda sufrir nuevos sobresaltos.

Al igual que en EE.UU., la principal contribución al crecimiento del primer trimestre llega de la mano del sector financiero, paradójicamente responsable de la recesión reinante. El sector servicios sigue desacelerando su marcha de 0,5% a fines de 2009 a 0,2% a comienzos de 2010, fuertemente afectado por la caída del turismo. La producción industrial creció en el primer trimestre de 2010, con respecto al cuarto de 2009 (0,4%) alcanzando un aumento de 0,7% luego de 8 trimestres consecutivos de contracción. Las expectativas de producción para el próximo trimestre mejoran en el primer trimestre y manifiestamente más en el mes de Abril. El índice de confianza del sector servicios muestra una tendencia positiva por cuarto trimestre consecutivo; aunque el índice se mantiene en terreno negativo respecto de un año antes. Así las cosas, el Banco de Inglaterra no piensa en una rápida reversión de las políticas expansivas. La elite financiera anglo estadounidense “no come vidrio”.

La tasa de interés permanecería en 0,5% todo el 2010, asumiendo que la inflación se inclinará (desde 3%), hacia su objetivo de (2%), merced al enorme “out put gap” y el efecto de la devaluación de la li-

bra. Con todo, existe un alto grado de incertidumbre en los pronósticos inflacionarios.

La tendencia del índice de confianza industrial Eurostat, alcanzó su punto mínimo hace un año, y desde entonces produjo una salida empinada, habiendo alcanzado un piso de (-46,7) puntos, -aunque todavía en Marzo permanece en terreno negativo (-14) puntos. Las perspectivas son disimulada y discretamente frágiles. Los industriales lucen un tanto más animados que en Marzo, pero moderadamente. En el cuarto trimestre de 2009 la Mayor parte de los industriales preveían una producción en declive para el primer trimestre de 2010. Hoy el puntaje de empresas que esperan un aumento de la producción se amplió de 6 puntos (primer trimestre) a 14 puntos en Abril. El índice de confianza elaborado por Eurostat para el sector servicios muestra una tendencia positiva por cuatro trimestres consecutivos, luego de tocar el nivel más bajo en Marzo de 2009, y aunque sigue en terreno negativo, sube 53 puntos respecto de la marca más baja. De esta forma, están dadas las bases para que también en este sector se mantenga una recuperación, aunque será lenta. El índice sintético de confianza de todos los sectores, el más importante elaborado por Eurostat, repunto, luego de haber tocado fondo en Marzo de 2009. Un año después, superó los 100 puntos por primera vez en más de dos años. Las ventas minoristas cayeron 2,4% en Enero y volvieron a recuperarse en el bimestre Febrero (+2%) y Marzo (+0.4%). La vuelta del IVA a 17,5% en Enero, luego de haber bajado a 15% para estimular el gasto de consumo, agrego presión a la inflación, al mismo tiempo que presiono a un mercado laboral complicado, donde la tasa de desempleo creció en Febrero hasta 8%, constituyendo el nivel más alto desde fines de 1996.

El crédito para el consumo creció, pero el de las empresas no, y la política fiscal comenzará a reducir los estímulos, a más tardar en 2011.

La “British inflation” registro 3,4% anualizada en Enero, 70% arriba del objetivo, y en Febrero bajó a 3% (50% arriba del objetivo); aun así,



superar la barrera del 3% intima al presidente del Banco de Inglaterra a enviar una carta de explicación al ministro de finanzas.

El Banco de Inglaterra confiesa que la inflación confluirá hacia su objetivo de 2%, cuando desaparezcan los efectos del aumento del IVA y de la devaluación de la libra. Lo cierto es que dentro del Banco de Inglaterra no hay acuerdo acerca de si la inflación alcanzará el objetivo. Donde sí existe acuerdo, es en que los riesgos de la estimación central apuntan al alza, evidenciando la contingencia que aumenten los precios de los commodities y consecuentemente las expectativas de inflación.

Final abierto en el Reino Unido también.

15-6-2010

### **“Los países serios”**

“Miremos que hacen los países serios”, como pedían los economistas vernáculos que invocaron el “Viento de cola”.

El hecho que el Reino Unido nunca termine de estar completamente emparentado a ninguna estructura, le está otorgando una libertad de acción que ya quisieran gozar otros europeos para realizar lo que consideran más conveniente.

La política económica británica tiene características que la hacen incomparable.

No depende de ningún área monetaria, ni forma parte de ningún grupo económico internacional de países con cánones inverosímiles, ni con reglas imposibles de cumplir como la Eurozona –al punto de tener que admitir la mentira de un miembro, como instrumento de resolución de conflictos fiscales y monetarios–. Sumemos “el carácter británico”, predominantemente pragmático y dúctil desde siempre. Inglaterra ha demostrado tener intuiciones económico financieras, que se adelantaron al pelotón europeo, evidenciando su propio beneficio y, generando nuevas oportunidades permanentes a través del tiempo.

Con raros comportamientos y muchos atributos, hay que reconocer que el Reino Unido es un mundo aparte. Londres dirigiendo y cautivando al resto del planeta desarrollado, Inglaterra geográfica que inventa y genera recursos impensados, y el resto del Reino que recibe más de lo que produce, mientras Irlanda del Norte venera a San Patricio y la iglesia de Armagh, su capital espiritual.

Por eso la Libra no se unió al Euro, y esto le da en esta época una soberana independencia con respecto al resto de Europa. Tiene la posibilidad de ejercer sus derechos en uso de sus facultades, separada de todo, sin verse afectada por otras economías de la región.

No obstante la economía británica enfrenta varios desafíos por causa de las turbulencias de los mercados. Si bien Gran Bretaña no forma parte de la Eurozona y, no sufre esa desconfianza que establece

la eventual insolvencia de países como Grecia, ni los ataques especulativos del Euro; tiene negocios importantes con la Eurozona. Para una economía cuyos principales desafíos tienen que ver con la inflación, el último dato, correspondiente al mes de Abril no es nada alentador, porque alcanzó 3,7%; cuando el límite previsto por el Banco de Inglaterra es el 2%; así las cosas, es el registro más alto desde Noviembre 2008, constituyendo el quinto mes consecutivo en que se supera el “porche” de 2%. En Septiembre de 2009, la inflación anual fue de 1,1% – siete más tarde alcanza 3,7%. La inflación “core” o “Moreno innegable”, (porque excluye alimentos y energía), alcanzó su mayor valor histórico con 3,1%. Un registro arriba de 3%, exige al titular del Bank of England a remitir una carta al ministro de finanzas, explicando los motivos y detallando la interpretación. El Comité de Política Monetaria (MPC) permanece sereno, sosteniendo que el incremento de la inflación desde Septiembre es temporario y no debería dar lugar a ninguna preocupación a mediano plazo. Igualito que la comisión del “fondo del bicentenario” del Congreso de Argentina junto al BCRA este verano.

Los argumentos del MPC, refieren el impacto de los precios de la energía, que en Abril fueron 80% más altos que a principios de 2009; la suba de la alícuota del IVA a 17,5%, su valor “normal”, en Enero, luego de que hubiera sido bajada el año pasado; y la fuerte depreciación de la libra en 2007-08, cuyos efectos inflacionarios siguen golpeando. En sus proyecciones de Mayo, el Bank of England, prevé que la inflación baje a su nivel objetivo en el plazo de un año y que a partir de allí surjan presiones bajistas sobre precios minoristas a partir de la existencia de una considerable capacidad ociosa acumulada durante la recesión. Para que eso no suceda, es importante que la economía mantenga su recuperación en marcha.

Entre los elementos considerados, sumemos una política monetaria laxa que permanecerá en los próximos meses, que tendrá que convivir con una tasa de inflación alta. El peligro es que las expectativas suban, haciendo más difícil su reducción, sin embargo, no hay mucho que se pueda hacer por el momento. La economía está apenas saliendo de una profunda recesión, el PBI llegó a caer casi 6% anual en el segundo

trimestre de 2009, en el año completo cayó 4,9%. El primer registro trimestral positivo fue a fines de 2009 (+0,4%), seguido en el primer trimestre de un incremento de 0,3%, pero la tasa interanual todavía no pasó a terreno positivo (está en -0,3%), y el arrastre del primer trimestre sólo arroja un crecimiento para 2010 de 0,3%. Los índices de confianza están volviendo a los valores anteriores a la crisis, mientras que la industria rebotó en el primer trimestre (+1,5%), Marzo fue el primer mes positivo, tras 22 meses de caídas. Para Abril la tendencia industrial es positiva, según la encuesta trimestral de la Confederación Británica de la Industria (CBI) El balance de exportación arrojó un registro positivo de 20%, el más alto desde Julio de 1995 y mejor de lo esperado (13%). Para Mayo la CBI espera que estos resultados aun mejoren. El problema es que la gradual recuperación se ve amenazada por el ineludible ajuste fiscal, más las turbulencias de la Eurozona. El ajuste fiscal ya está en marcha, se recorta el gasto público más de £ 6 mil millones este año, cifra nada significativa, teniendo en cuenta que el déficit británico será de £ 165 mil millones, pero constituye una “señal inglesa de seriedad”.

Eso sí, el Banco de Inglaterra no seguirá ampliando su programa de compras de activos, porque ya en Febrero alcanzó los £ 200 mil millones, ni tampoco habrá cambios en la tasa de interés, que se mantiene en 0,5% desde Marzo de 2009; es muy probable que, se conserve sin cambios durante 2010.

En conclusión, la independencia económica del Reino Unido, le permite ejercer la soberanía de sus decisiones. Pasando de la libertad de los mercados al intervencionismo en un santiamén; ha podido hacer lo que más le convino para abordar esta crisis, sin consultar con nadie, ni tampoco sonrojarse por desdecirse. Haciendo abstracción de “Malvinas” por un minuto, analizo la historia económica de los últimos siglos, y se me ocurre que si algo podemos elogiar de los británicos— además de de la industria textil—, es una concepción política que tiene la “**actitud**” y necesaria practicidad, para defender sus intereses nacionales, en forma permanente. Es interesante que en nuestro país, quienes exhiben todas las virtudes de la rubia Albión, nunca han copiado la forma de proteger a su propia Nación.

13-10-2010

## **Guerra de monedas**

La inundación de liquidez por parte de la FED y el BCE, está generando un mayor nivel de inestabilidad en los mercados cambiarios internacionales. La esperanza de la FED, consiste en creer que creando esta enorme liquidez reactivara la economía norteamericana. No me parece que este sea el camino para resolver el problema estadounidense, y en cambio, sin ningún tipo de prejuicios, está ocasionando un enredo cambiario en el resto del mundo. Durante la reunión del FMI no se avanza nada, en prevenir una eventual guerra de monedas. Para quienes seguimos de cerca la economía internacional, y especialmente la de los EE.UU., todo esto luce muy sorprendente.

## ALEMANIA CONSERVA SU CARÁCTER

2-9-2010

### **Alemania, ingenio + trabajo**

El PIB de Alemania para el 2010, llegará al 3.4%, cuando en Mayo era solo de 1.2% (183.33% más que lo esperado hace 3 meses) ¡Qué manera de errarle a los pronósticos!

Para Europa es provechoso que la economía alemana se recupere tan vigorosamente, aunque debido al enfriamiento de la segunda mitad del año, el crecimiento final probablemente será menor. El informe de Rehn, se refiere al crecimiento de los países cuya economía compone el 80% del PIB europeo, y dice que todos crecerán Francia (1,6%), Gran Bretaña (1,7%), Italia y Holanda; salvo el caso de España. En general, expresa confianza y asegura que no se teme una recesión. Si bien la recuperación no será tan rápida como la de Alemania, la Comisión subió su pronóstico en algunas décimas, aunque debajo del 2%.

Alemania creció en el segundo trimestre de 2010:2,2%, siendo esta la tasa trimestral más alta desde la reunificación en 1990. La reactivación cumple el quinto trimestre consecutivo y se acelera respecto de los trimestres anteriores, que anotaron entre 0,3% y 0,7%. En los dos trimestres anteriores, la economía había crecido gracias a la contribución de 1,9% del sector externo, a pesar que la demanda interna dedujo 1,6%. En el primer trimestre de 2010, el PBI creció 0,5% inducido por la demanda interna que aporta 1,6% de crecimiento, compensando el desplome del sector externo, deduciendo (entre ambos) 1,1% del crecimiento del PBI del trimestre. En el segundo trimestre, las exportaciones netas suman 0,9%, mientras que la demanda interna aporta 1,3%. La inversión privada, por ejemplo la construcción, crece 5,2%, y la compra de equipos 4,4%.

## ¿Habrá otro milagro alemán?

No creo probable que pueda mantenerse un crecimiento tan vigoroso, pero es de esperar que la inversión consiga fortalecerse. Los indicadores de confianza, se mantienen bien, el  ndice PMI de la industria, promedió en el segundo trimestre alrededor de 60 puntos, en Julio sube a 61,2 puntos, emplazando a la industria en terreno de expansión vertiginosa. El  ndice PMI del sector servicios también sube en Julio, hasta lo más alto desde fines del segundo trimestre de 2007. Otros índices de confianza como el "Ifo Institut", reconocido por los mercados como indicador clave del humor empresarial, coinciden. Los índices de "situación actual" y "perspectivas futuras" se encuentran por encima del promedio de largo plazo. El consumo en el segundo trimestre logró revertir tres trimestres consecutivos de caídas y creció 0,6%, aportando 0,3% al PBI en el segundo trimestre de 2010. Las proyecciones dicen que están dadas las condiciones para que este rubro continúe realizando contribuciones al crecimiento del PBI, y así lo indican las encuestas de confianza y mercado laboral. El mercado de trabajo en Alemania resistió mucho mejor la crisis que otros mercados del mundo desarrollado. El desempleo alcanzó un pico de 8,3% durante la crisis, que se produjo desde un guarismo de 7,6% en el segundo semestre de 2008. En medio del desastre mundial, Alemania solo experimento un aumento de 0,7% en el desempleo, amplia ventaja que luce como un activo importantísimo frente a economías desarrolladas. En la Eurozona el incremento del desempleo en la crisis fue de 2,4%, actualmente la tasa de desocupación es de 10%; en Estados Unidos la desocupación más que se duplico y persiste en niveles de 9,6% ( ltimo dato) Esta firmeza del mercado laboral teut n tiene relación con la introducción del trabajo parcial subsidiado, medida por la cual los trabajadores acortaban su horario de trabajo, y las empresas no despedían gente porque el estado subsidiaba.

A partir de 2010 la economía germana está creando 30.000 empleos nuevos por mes, ... me gusta amigos, ... puedo descubrir mi parte ale-

mana en este aspecto, me gusta trabajar y que todos tengan trabajo; pero me preocupan los “pronósticos mortadela”.

Por esa razón, las expectativas de empleo de los consumidores han mejorado en los últimos meses; el índice que elabora Eurostat proyectó en Agosto su valor más bajo, lo cual involucra expectativas positivas en los próximos dos años. El sector externo, en el segundo trimestre se articuló con la demanda interna y contribuyó al crecimiento del PBI luego de haber sido un obstáculo en el primer trimestre de 2010. Las exportaciones crecieron 8,2%, siendo esta la tasa más alta desde la reunificación, realizando un significativo aporte de 3,5% al PBI, el más grande desde 1990. La explicación de este boom de exportaciones lo encontramos a través de la demanda asiática y europea, y la depreciación del Euro. Las importaciones crecieron más rápido que en el primer trimestre, impulsadas por la recuperación del consumo y la adquisición de insumos para la producción exportable, crecieron 7% en el segundo trimestre, comparado con los 6,7% en el primer trimestre.

Para finalizar, la economía teutona ha hecho un primer semestre muy efectivo y un segundo trimestre mejor de lo esperado. La suba del PBI ha sido espectacular, pero es mucho más efectiva si se analiza la composición y extensión a todos los rubros. El segundo semestre será menos rimbombante, ya que los agentes que más auxiliaron la reactivación hallarán ciertos límites, cuando entre otras cosas, los estímulos fiscales y la demanda del resto del mundo, comienzan a retirarse y moderarse, respectivamente.

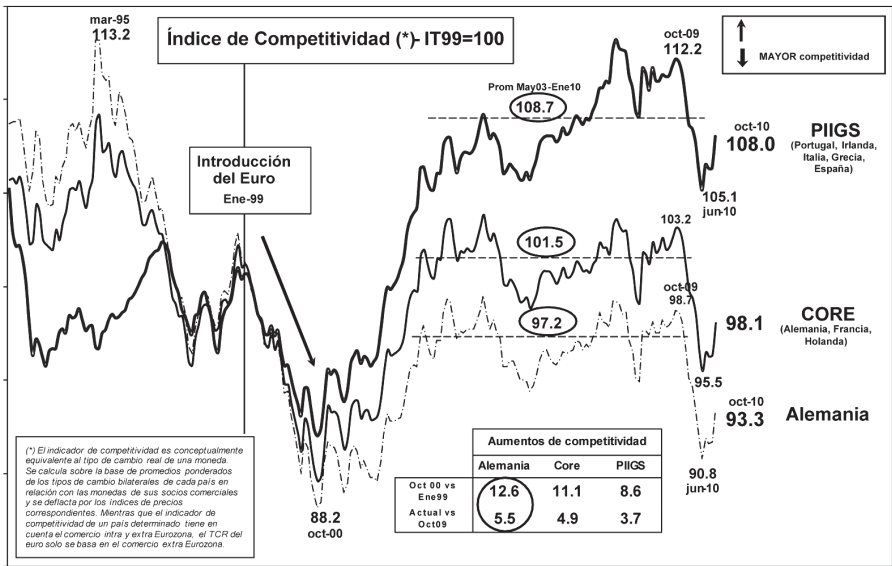
El pronóstico de crecimiento del PBI para 2010, pasó de 1,5% a más de 3%. Si el nivel de actividad se detuviera en el segundo semestre, aun el crecimiento del año cerraría en 2,8/3.0%.

Para la gente de a pie; economistas, bancos de inversión, calificadoras de riesgo, organismos multilaterales y consultores internacionales; en promedio, erraron en más de 183% el pronóstico de crecimiento del PBI alemán, en solo tres meses.

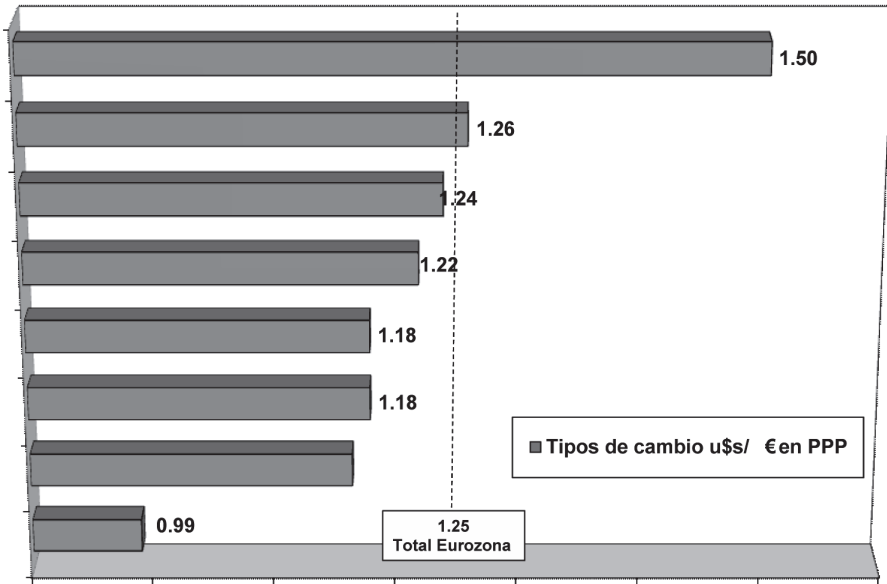


O la realidad resulta imprevisible y esto debe reconocerse en forma pública a nivel mundial; o bien es necesario incorporar a los pronósticos científicos, factores claramente desconocidos por los economistas, que inciden notoriamente en la formación del PBI, indicador básico de los “Fundamentals” macroeconómicos.

Se observa una gran diferencia de competitividad entre Alemania y los PIIGS



La diferencia de “competitividad” entre las economías hace que los PIIGS necesiten un tipo de cambio más devaluado frente al dólar (que Alemania).



## CONFLICTIVIDAD SOCIAL

Argentinos y europeos no quieren escuchar más nada que no esté relacionado con producción y trabajo, y la gente ya no distingue entre políticos y economistas; los ve y asocia con una enorme insensibilidad. El mensaje de las primeras explosiones sociales es claro, se advierte la despedida de los economistas sin compasión, aquellos que tanto en Argentina, como en muchas partes del mundo han sido extremadamente crueles y, convirtieron seres humanos en números, al hablar de abstracciones matemáticas. La gente está deplorando a insufribles sabelotodo que no aportan soluciones a su calidad de vida. Fábricas que cierran, jubilados y pensionados que ven amenazados los ingresos de sus últimos años, otros carenciados y niños que no podrán estudiar.

16-5-2009

## **Globalización, sensibilidad y responsabilidad**

La estrategia global integrada se ha convertido en una cuestión controvertible para quienes pensamos el mundo con sensibilidad y responsabilidad.

La apertura comercial irrestricta y los flujos de capitales financieros generaron la “producción especulativa”, actividad de la globalización que se ha constituido en una brutal máquina de generar inestabilidad en los países y, zozobra en las fuerzas del trabajo. Las deslocalizaciones especulativas de plantas industriales de empresas internacionales que primero disminuyeron los costos de producción, afectaron simultáneamente la distribución del ingreso de los países ricos, debilitando a sus trabajadores, a través de la disminución de sus ingresos y, ahora dejándolos sin empleo. Los trabajadores estadounidenses de General Motors, sus filiales y, su cadena de concesionarios en todo el mundo, hoy sufren las consecuencias del desbarajuste de la economía global.

La creciente importancia de China, India y Europa de Centro y Este, se produjo a expensas de transferencias de la actividad productiva de los países ricos, mediante la creación de filiales, representantes o contratos de tercerización en el exterior.

El único secreto fue: mano de obra esclava. Cuando el costo horario en una fábrica de Alemania es de 24 dólares, 21 en EE.UU. –26 en General Motors–, 19 en Japón, 17 en Francia; en Polonia es de solo 5 dólares y, en China de 60 centavos de dólar. Dicho de otro modo: con el mismo dinero que percibe un operario alemán, una fábrica china le paga el trabajo a 40 operarios. En China un obrero cuesta entre 2,5% y 3% de lo que cuesta un trabajador estadounidense o alemán. Un operario chino gana en dólares alrededor de 97% menos que un empleado de esos países.

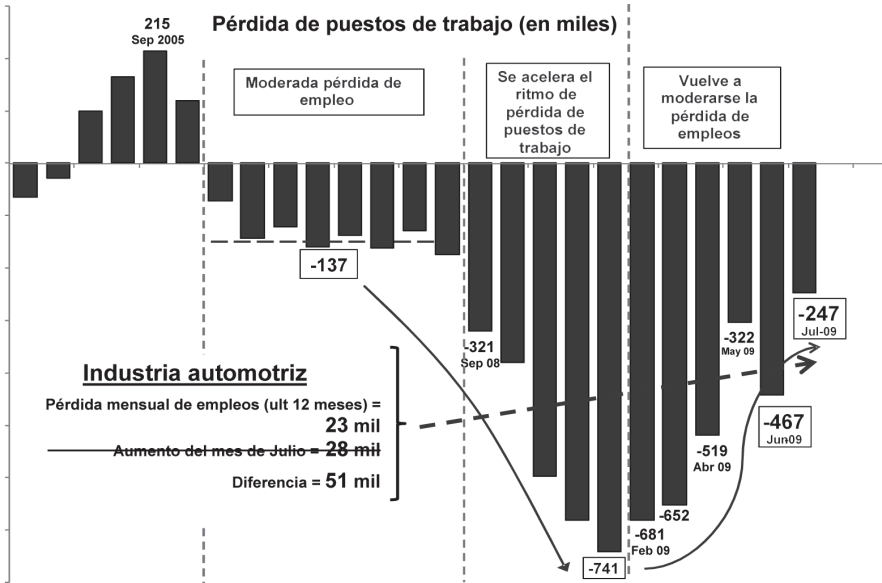
Mientras todo aparentaba ir bien, hablo del periodo comprendido entre 1994-2004, la producción industrial aumentó 10% en Japón, 25%

en la Eurozona, 40% en EE.UU., 80% en los PECO<sup>14</sup> y países asiáticos sin China –efecto arroz mediante–; en China el aumento fue de 300%. Pero la cosa no termina en las fábricas, la corriente de las deslocalizaciones llegó a los servicios; afectando el trabajo de programadores, call centers y consultoría.

Esta situación que ahora explota por efecto de la crisis, no podía durar eternamente y para siempre. Ahora los países ricos entraron en la trampa donde aquellas jugosas ganancias sustentadas en menores costos con destrucción de empleos, se ha vuelto un bumerang que afecta el consumo, la inversión y el comercio de sus países. Los efectos devastadores ya están acercando a los a EE.UU. al doble de la tasa de desocupación que tenía hace solo dos años, estos contenidos van a terminar limitando este modelo estratégico perverso que arruinó la forma de vida de los ciudadanos de los países ricos. Sin embargo, el periodo de transición instalado puede ser bastante largo y, las tensiones en el mercado laboral ya están saliendo a la superficie. Esporádicamente estamos sabiendo de multitudinarias manifestaciones, cuidadosamente minimizadas por la prensa global.

<sup>14</sup> PECO: Países Europa Central y Oriental.

EE.UU. la crisis sobre el mercado laboral.



14-10-2009

## **El reclamo violento como alternativa francesa**

No solo fue en Argentina el “tractorazo”; en Toulouse y en la ciudad de Nancy (Francia), los agricultores condujeron sus tractores por arterias principales lentamente y pesadamente para atascar el tráfico, al estilo de los cortes de ruta en el interior de las provincias de Santa Fe y Córdoba en Argentina. Solo que los agricultores franceses también bloquearon la Avenida Champs Elysees, (algo así como la 9 de Julio, Av. Corrientes, Av. Santa Fe y Av. Rivadavia de Buenos Aires; todas esas calles juntas reunidas en el gran boulevard del mundo, con el fondo del Arco del Triunfo) Fue allí donde los agricultores quemaron neumáticos, además de organizar una ola de protestas que se registro en todo el país para demandar la asistencia del gobierno francés al sector. El principal sindicato de los agricultores, FNSEA, convocó a las reclamaciones para promover la exigencia de un paquete de 1.400 millones de Euros que incluye, alivios fiscales y ayuda directa a los establecimientos agrícolas en problemas. Forzados por la abundancia de cosechas, los precios de los granos, las frutas y las verduras se han derribado. El índice general de precios agrícolas publicado por el instituto nacional de estadísticas, INSEE, cayó un 15 por ciento en base anual en Agosto, esto a generado un deterioro de los ingresos de alrededor del 15% para los productores. El gobierno francés prometió presionar a la Unión Europea para aumentar la regulación del sector. Los agricultores responsabilizan a la desregulación y la eliminación de las cuotas por sus problemas económicos. Esta situación que ya no solo es argentina, supone una propensión hacia formas más duras y rimbombantes de colocar los conflictos de la sociedad en todo el mundo. Los reclamos violentos del campo ya son, patrimonio de la humanidad.

28-2-2010

## **Protesta y represión en Europa**

Protesta y represión, al este y al oeste de Europa. La economía internacional se encuentra en la etapa de terapia intermedia, la recuperación es más débil de lo pregonado, no es homogénea y provoca inquietud, tanto en los mercados, como entre los ciudadanos. Mientras la recuperación del crecimiento esta siendo liderado por los países emergentes, todo “el suburbio” de la Eurozona, enfrenta gravísimos problemas fiscales y sociales, de consiguiente impacto macroeconómico. Algunos acusan afecciones por la falta de competitividad de sus bienes y servicios, que al final, retroalimenta los problemas presupuestarios.

A las economías que padecen estos síntomas, les resultara más difícil recuperarse a medida que se vayan retirando los estímulos fiscales. Al no estar en buenas condiciones de competitividad, con baja productividad, el sector externo no les funciona como un “driving force” (impulsor), y a eso hay que sumarle que el consumo privado viene frenado, lo cual dificulta la recaudación, completando el círculo vicioso.

Obviamente con baja productividad y escasa competitividad, crece la demanda de mayor gasto público, para promover la creación de empleos en el sector privado, todo lo contrario de lo que se viene perfilando.

Por el lado del Este, países que pegaron un despegue fenomenal como Grecia en los últimos años, dejando sus lugares de “pobres y postergados” de Europa, pasaron a formar la Unión Europea. Para eso recibieron mucho financiamiento e inversión, con la intención de incorporarlos al estándar de sus vecinos. El resultado es, endeudamiento excesivo y desequilibrio generalizado.

No obstante la evolución que tuvieron estos países, no se salvaron del crecimiento sin equidad, que aumento la brecha entre ricos y pobres. Los jóvenes son llamados “la generación de los 600 Euros”, aunque en



realidad son 300 Euros, que ganan en sus inicios laborales, totalmente flexibilizados.

En Europa, los únicos países que marchan, son aquellos donde la distribución entre ganancias empresarias y salarios no se ha deformado del todo.

Según Keynes, en situaciones de incertidumbre, las reacciones de los empresarios, son deficientes para impulsar una inversión que conduzca a una ocupación plena.

Por todo lo expresado, se me hace difícil creer que pueda llegarse a aplicar un ajuste de las cuentas públicas, tal y como propone la receta estándar de los economistas del elenco estable.

15-10-2010

## **Crece el descontento cívico en Europa**

Los supuestos son heterogéneos, pero lo que es similar es la caída de la productividad –aun con alto desempleo–, en casi toda Europa.

A esta altura y con el actual esquema no creo que puedan esperarse grandes cambios, no vislumbro que los pueblos europeos estén preparados para resignar su actual estándar de vida (Ya vimos expresiones de descontento en Grecia, España y Francia) Solo Alemania incrementa sus exportaciones industriales, además de proteger el empleo.

En Europa ya son muchos los intelectuales que opinan utilizando términos como “inmoralidad, salvajismo, y economía especulativa” Le atribuyen a “Wall Street-movie’s bad” (los malos de la película Wall Street), –como filosofía–, la principal causa de falta de trabajo. Recuerde que a pesar de haber adoptado el “Euro modelo”, son naciones con diferentes perfiles, y sufren en forma desigual.

Europa está conllevando la crisis sistémica financiera que se gestó con epicentro en EE.UU., y le descargo un nivel de desaceleración importante a la economía, con su consecuente pérdida de puestos de trabajo.

Si bien se cometieron “errores argentinos”, como ceder niveles de industrialización, tecnología y manufactura, a favor de los países asiáticos; y alguna que otra “grosera informalidad” en la contabilidad nacional de Grecia; la Eurozona pretendió ser fuerte e inmune a la competencia y negó la informalidad de “Maastricht World”.

Aun con estas cuestiones relevantes, en Europa existe mejor calidad institucional, mayor seguridad jurídica y reglas de juego más claras que en otras partes del planeta. No obstante sus habitantes comienzan a dudar de los beneficios cívicos de haber sido “buenos para la inversión”; teniendo en cuenta que los resultados no difieren de aquellos países de baja tasa de inversión, por presunta “inseguridad jurídica” y “falta de seriedad”.

20-2-2010

## **Justicia social vs. riesgos**

Inmediatamente después de la crisis, la clase media se encontraba desconcertada en los países ricos, hablé con gente espantada en el grado más alto y; me pareció que nadie sabía con exactitud, como seguía su vida, después del colapso (2008).

Las clases en ascenso social, han estado dispuestas a hacer grandes concesiones para colaborar con los gobiernos, y salvar a los bancos. Se quedaron sin crédito para el consumo, se sometieron a una ineludible inflación futura, y privilegiaron a los banqueros, asumiendo la hecatombe de la desocupación. En otros términos, tanto el liderazgo estadounidense como el europeo, atentaron fuertemente contra la “economía real”, para sostener el equilibrio del sistema financiero internacional, agregando presiones al cuadro previo. Las finanzas del sistema, por sobre el empleo y el bienestar de los consumidores endeudados.

En este momento, es necesario pasar a la solución del problema relativo a la recuperación económica que afecta a los ciudadanos. No se trata ya de ayudar a los deudores para que sigan pagando sus hipotecas, sino de tomar medidas de carácter fundamental para que la gente no se desvíe de la filosofía del sistema. Luego de la realidad de las automotrices estadounidenses, se trata de reorganizar la estructura productiva, a nivel mundial. El sistema que conocimos colapsó, y aunque se trate de emparchar, se dirige acelerada e irremediablemente a la decadencia.

Se está intentando en estos días devolverle su valor al dólar, pues no surgen alternativas viables, y no se puede pensar en una economía global, sin una moneda de valor mundial. No se puede proyectar una estructura productiva internacional equilibrada, ligada al comercio, sin patrón monetario. Ningún país de occidente estaría de acuerdo en cederle ese rol a China, voluntariamente.

Probaron dejar caer el dólar, pero para restablecer los equilibrios macroeconómicos no alcanzó una devaluación del “greenback”. Aunque

EE.UU. necesita seguir mejorando el saldo comercial; es preciso que se vuelva a invertir, que aumenten los stocks y se intensifique el nivel general de ocupación. Exportar más y consumir menos, producir más y ver como el salario se reduce por la necesidad imperiosa de una imprescindible recuperación de los niveles de productividad, tensará la cuerda.

Sin embargo, no parece del todo improbable que en algún momento, a todo esto haya que agregarle una reestructuración de la deuda estadounidense. La razón es que, cada esfuerzo adicional tendiente a restablecer los equilibrios macroeconómicos, compromete fatalmente el inestable equilibrio de la clase media, y amenaza el futuro de las familias necesitadas. Recuerde que en EE.UU., hay alrededor de 10 millones de personas recibiendo ayuda alimentaria.

En un mundo absurdo, donde el mayor banquero es el Partido Comunista Chino; los países líderes del capitalismo están arriesgándose a que **sus pobres**, pasen a sufrir más que el promedio de la gente de un país socialista ibero americano.

## CÓMO CERRAR EL CÍRCULO

20-9-2009

### ¿Cómo cerrar el círculo?

Es evidente que la masiva emisión monetaria, los estímulos fiscales y el auxilio al sistema financiero otorgado por los gobiernos y los bancos centrales de todo el mundo evitaron que el mundo caiga en otra Gran Depresión.

Los Policy-makers fueron hábiles para evitarlo, porque ellos estudiaron los errores que se cometieron durante la Gran Depresión de los años treinta y, la depresión japonesa de los años noventa. Como resultado de los debates que tuvieron lugar en los ámbitos académicos, los argumentos acerca de una probable recuperación de la economía mundial han cambiado todo el tiempo: estaban aquellos que veían una salida en forma de V (rápido retorno hacia el crecimiento potencial), otros una U (lento y anémico crecimiento) también la W (caída rebote-nueva caída y nuevo rebote). Hace seis meses atrás inclusive, muchos veían una apocalíptica “L”.

Lo cierto es que las políticas activas de los gobiernos y los Bancos Centrales han sido decisivas en evitar un choque de trenes. Obviamente el camino tomado en términos de política fiscal, por los EE.UU., Gran Bretaña, Japón y otros países, de incurrir en déficit fiscales extravagantes, no pueden convertirse en “para siempre”, dado que la acumulación de déficit hace que la deuda de los países en algún momento no sea sustentable.

Ese déficit burdo, en alguna dosis se ha monetizado por parte de los bancos centrales de países como EE.UU. que además llevaron sus

tasas de interés, prácticamente a cero, llevando consigo un aumento de la base monetaria de 100% en 9 meses. Claramente, estas políticas no son convencionales ni sostenibles en el tiempo. Si esta combinación explosiva de políticas fiscales y monetarias no se revierte, van a generar un nivel de inflación peligroso que podría terminar en otra gran burbuja de activos. Entonces, de acuerdo a un razonamiento de manual; la clave de los policy-makers para que todo termine bien será, –acertar en ¿cuándo empezar a quitar el exceso de liquidez, normalizando la tasa de interés, aumentando los impuestos y bajando el gasto público en acciones coordinadas?

El gran desafío es, salir de esta situación, sin estropear los indicios de recuperación insipiente que están adelantando los mercados y algunos indicadores parciales de actividad. Si los policy makers se equivocan serán abucheados desde uno u otro lugar de las tribunas. Es decir, los hinchas que desean la recuperación y los fanáticos que temen una disparada inflacionaria. Antes o después, habrá que subir los impuestos, bajar el gasto y subir las tasas de interés, de eso no cabe duda. El problema es que la mayoría de las economías, apenas acaban de tocar fondo y, revertir la política monetaria y fiscal demasiado rápido, antes que se recupere la demanda en forma robusta, podría generar estancamiento con inflación. Japón cometió ese error en 1998 y 2000, y EE.UU. lo había hecho antes en 1937 y 1939. No obstante, si los gobiernos mantienen largamente el déficit fiscal y continúan monetizando la economía, como lo vienen haciendo, en algún punto los mercados puede percibir el peligro y las subas pueden revertirse, comenzando con una nueva caída de los títulos y acciones. Si esto pasa, los rendimientos de los bonos de largo plazo del gobierno subirán, las tasas de las hipotecas y de los tomadores de crédito del sector privado en general escalarán y la economía terminaría en stagflación.

¿Cómo cierra el círculo de este enorme desaguizado?

Obviamente no podemos generalizar, porque no todos los países tienen la misma capacidad de permanecer con una deuda creciente y

sustentable. No todos partieron del mismo nivel de déficit y deuda pública cuando se inició la crisis. No todo puede soportar la carga de desconfianza o caída de credibilidad que sobrevenga por razones históricas o por situaciones conexas.

Las pequeñas economías de Europa con grandes déficit, deuda pública alta y bancos muy grandes –como para ayudar a que no caigan– por su nivel de necesidades– comenzarán a sufrir la baja en sus calificaciones soberanas y/o privadas y, una eventual corrida puede provocar el colapso del sistema financiero local.

Encontrar una salida exitosa a la situación descrita en EE.UU. es crucial. Ya existen opiniones de muchos profesionales serios en el mundo que creen que una recaída es posible, antes de una recuperación sostenida. Además, el riesgo es muy alto, porque de cometerse un error en el timing de la política económica de países como los EE.UU., se puede gatillar un desbarajuste generalizado, como ya hemos comprobado. Existe también una tentación que sobreviene a los gobiernos, de utilizar mecanismos inflacionarios para licuar la deuda pública y privada. No son pocos los países donde sus sistemas legislativos impedirían aumentos de impuestos o cortes de gastos y, esto los llevaría a una mayor monetización de la economía para financiar su déficit, en este caso la inflación –sin pedir permiso a nadie– sería el camino que menos resistencia encontraría.

13-2-2010

## Un nuevo orden ya está en marcha

Se encienden las alarmas de default desde los países bautizados “PIIGS” (Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain), por la ya insipiente, aunque proverbial, xenofobia europea. No obstante la imprudencia de esos países, que creyeron ser desarrollados, y están mostrando problemas fiscales de una magnitud “ultra emergente”, confirman la ridiculez de los economistas que los encomiaban.

Grecia, tiene un déficit fiscal financiero equivalente a 12.7% del PBI y, un nivel absurdo de endeudamiento, donde la deuda pública en términos del PBI asciende a 113.4%. Paradójicamente, aunque su costo de financiamiento ha subido 82%, de 205 a 375 puntos básicos sobre Treasuries Bonds; con los mismos ratios, Argentina tendría 150 mil basis points de riesgo país, al tiempo de ser “boleta” cincuenta mil trimestres antes.

España con un déficit fiscal de 12.3% del PBI, tiene una deuda que representa 50% del PBI. Irlanda, con un déficit de 12.1% del PBI, tiene una deuda vecina a 76% del PBI. Portugal, mantiene un déficit de alrededor de 7% y, su deuda representa 116.3% del Producto. Italia, la que fue séptima potencia del mundo, arriba a 5.6% de déficit, proyectando una deuda de 68.6% del PBI.

La situación fiscal de Grecia, y su larga historia de defaults, más las mentiras detectadas por el FMI, la revelan poco creíble. Un ajuste fiscal y una fuerte ayuda de la Unión Europea evitarán una reestructuración de su deuda, según manifestaron los líderes europeos, en un exceso de voluntarismo y sin ninguna precisión.

El gobierno griego se ha comprometido a modificar su déficit fiscal en los próximos años, mediante el “Programa de Estabilidad y Crecimiento”. Este plan consiste en reducir de manera radical e ilusorio su déficit primario, para bajar el ratio de deuda en términos del PBI, reduciendo el déficit primario del año 2009 de 7.7% del PBI a 3.5% en 2010, para



lograr el equilibrio en 2011. Se trata de una cruzada incomparable con cualquier situación de un país europeo, por esta razón genera muchas dudas entre los analistas. No obstante las expresiones voluntaristas, los recortes de gastos o suba de impuestos que propenden a bajar el déficit, más allá de obtener la aprobación formal parlamentaria, necesitarán un “sí” de la sociedad, que aparentemente no estarían dispuestas a soportar un ajuste de tamaña magnitud.

Grecia es el país que mejor exterioriza el desastre europeo, acabamos de enterarnos de la verdadera caída del PBI de Alemania en 2009.

Existen crecientes dudas respecto de la velocidad a la que se podría recuperar Europa. Sigue muy débil la demanda doméstica en casi todos los países miembro, Europa ha perdido competitividad, el sector externo se recupera muy lentamente, y una eventual disminución del gasto podría tener efectos negativos sobre el ritmo de expansión de la demanda doméstica.

España, con su comportamiento de “nuevo rico”; está verdaderamente enredada en una recesión que presenta una tasa de desempleo de alrededor del 19%, más un déficit fiscal de 12.3% del PBI. Existen muchas dudas sobre el país que ostenta la mayor cantidad de defaults, en toda la historia económica mundial. Las calificadoras de riesgo le bajaran la nota a la deuda española, mientras el gobierno socialista pierde popularidad de manera creciente, en una sociedad de creciente propensión conservadora. Concretar un ajuste fiscal para que los mercados crean que España va a pagar, puede sacar a Zapatero por la ventana, cuando lo que tiene que hacer con esa extravagante tasa de desempleo es, estimular el gasto y de ninguna manera contraerlo. El “síndrome Cavallo” comienza a despuntar en Europa, es que ni los españoles ni sus socios pueden devaluar por su compromiso con el Euro, a eso se suma la amenaza que Alemania y Francia impulsen una suba de las tasas de interés, si comienza su recuperación, y las expectativas de inflación asoman. Si esto sucede, si la tasa de interés llega a subir en Europa, la situación para la economía real de España puede tornarse explosiva.

Las asimetrías de los países de la Eurozona pueden complicar la política monetaria del Banco Central Europeo, porque lo que necesita Alemania y Francia luce inadecuado para el resto. Puede haber tarjetas rojas en el futuro, el “Don Pirulero” puede ser el camino más fácil para fortalecer el Euro.

No ha trascendido, pero la Unión Europea en un futuro cercano, quedará integrada por diez países. Se agregará en el tramo postrero un último país que hoy no está, y se constituirá en el líder. Los números expuestos nos anticipan que los cambios se están precipitando a una velocidad inusitada. Tres países de la Unión Europea se van a oponer al ingreso del último integrante –que va a ser el líder– y, obviamente se van a tener que quedar afuera de la Unión. Este último en llegar, será el miembro clave, aquel que establecerá el nuevo orden económico internacional.

Que descubran los eruditos: –¿Cual es el país que establecerá un nuevo orden económico internacional?–, y, ¿Cuales son los tres países de la UE que se opondrán a su liderazgo, quedando fuera del bloque?

14-6-2010

## **Callejón sin salida**

El temor al desempleo mina cualquier análisis en el país adjudicatario de cuanta deslocalizaciones industriales se han producido en 30 años. Una amenaza, o incluso un simple riesgo de desaceleración de la actividad económica basta para colocar a la defensiva al comité central del partido comunista chino. China dio una señal categórica con el anuncio que va a impulsar la inversión pública, cuando hasta el presente venía aplicando medidas de sesgo restrictivo con el fin de frenar la expansión del crédito, contener su propia burbuja inmobiliaria –que se está pinchando sola– y reducir las presiones inflacionarias. Existe preocupación por el impacto que la crisis europea pudiera tener a escala mundial y sobre todo, para la economía china. Cayó la probabilidad de que se produzca una suba de la tasa de interés de referencia antes del tercer trimestre de 2010 y ya no se habla de una “necesaria reevaluación del Yuan”, como se descontaba, podía ocurrir. Recuerdo un programa del 16 de Abril (Tiempo Económico) –menos de 2 meses–, donde un reconocido ex banquero internacional me refutaba: “no está en discusión la reevaluación china, solo se trata de que digan de cuánto va a ser, y cuando la realizaran”... es inminente me espeto.

En un escenario internacional como el actual, se mantendrán firmes las políticas monetarias de sesgo expansivo, aunque se eleve el riesgo de “recalentamiento” y aumenten las presiones inflacionarias, a partir del segundo semestre del 2011. El mundo por primera vez se encuentra frente al riesgo que varios países “pseudo desarrollados” enfrenten problemas, debido a sus evidentes excesos fiscales, aunque no conformes con su situación, siguen colocando deuda.

Los graves problemas que enfrenta Grecia, no son iguales a los de Portugal, España, Irlanda e Italia, pero estimulan el temor de una eventual cesación de pagos, –hasta hace poco, absolutamente imprevisible para el silencioso pensamiento económico dominante de los últimos 35 años–.

La deuda de Grecia, Irlanda, Portugal y España –sin las nuevas colocaciones–; equivale a 17 veces la deuda Argentina que cayó en cesación de pagos en 2001 –el mayor default de la historia–. Ante esta realidad, defaults como los de Ecuador en 1999 por u\$s 6,600 millones, Uruguay en 2003 por u\$s 5,700 millones, parecen minúsculos si se los compara con un impensado default de España, cuya deuda es de u\$s 725,000 millones. Pensar que hace solo 12 años, el default de Rusia –8 años antes, la segunda potencia mundial– fue de u\$s 73,000 millones, contra la actual y absurda cifra de deuda de Portugal de u\$s 161,000 millones.

Por otra parte, es una utopía pura creer que los países europeos con dificultades han de aplicar los anunciados planes drásticos de ajuste fiscal para bajar sus déficits entre 7 y 11 puntos de PBI, entre 2009 y 2013. Es imposible lograr ajustes de tamaño magnitud, en medio de un contexto recesivo y de progresiva impaciencia social. Ya se anunció una huelga general en España. Se especula también, con que si el BCE sigue comprando (deuda pública) de países en problemas, en algún momento será el principal acreedor de la deuda de los mal denominados países “PIIGS”, junto con los fondos de pensión (lindo negocio para los pensionados) y, ello generaría un nivel de dependencia político fenomenal de Grecia y Portugal hacia los “fuertes de Europa”, esto es más peligroso que si la deuda estuviese en manos del sistema financiero, teniendo en cuenta la historia europea del siglo XX.

Claramente mi expectativa hoy, es que tal vez a fin de año o principios del siguiente, Grecia no pueda cumplir con los requisitos de ajuste que se le han exigido. Allí se frena la entrega de fondos y, tarde que temprano llegara la reestructuración de su deuda.

Existe la preocupación que en un contexto de suba en los niveles de endeudamiento europeo –hoy volvieron a colocar deuda– aumente la desconfianza de los inversores en los gobiernos. Es obvio que se está ganando tiempo, porque las desviaciones anteriores a la crisis y las ac-

tuales colocaciones de bonos, conducen hacia un callejón sin salida, con los daños políticos y sociales que nos podemos imaginar.

**Una alternativa para ir analizando. Breves trazos de la estrategia desarrollada por el gobierno argentino para reestructurar la deuda.**

Se calculó la quita de deuda necesaria y se hizo la oferta argentina tomando en cuenta la realidad de lo que el país podría llegar a pagar. Además se logró eludir cualquier interferencia del FMI y del Tesoro de los EE.UU. en la relación con los acreedores privados. Se aplicó la teoría según la cual cuando un enemigo es poderoso pero está atomizado, la clave es evitar que pueda coordinar sus acciones. Concentró su arma de confrontación sobre los representantes emblemáticos y poco representativos de los tenedores de bonos. El gobierno terminó colocando a los bonistas ante la decisión individual de aceptar el canje porque los beneficios de entrar eran superiores a los de no hacerlo. En otras palabras, el valor presente de lo que podían percibir los acreedores disidentes (“holdouts”) por ir a juicio contra la Argentina con inciertos resultados, era sustancialmente menor al valor presente de la oferta oficial.

## **CHINA + EUROPA PIGS, UNA ALIANZA POSIBLE**

Editorial Fortuna 25-07-2006

### **¿Cómo es China?**

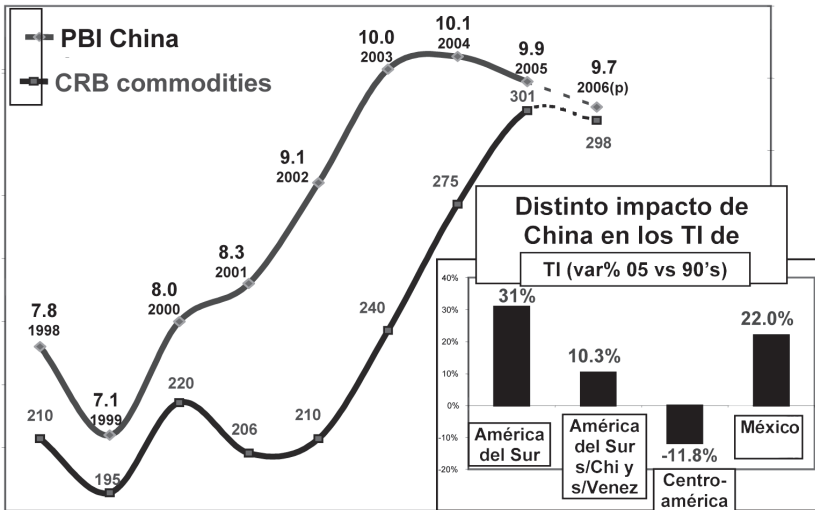
En China, país con las tasas de crecimiento, inversión y comercio más altas del mundo, todo tiene su modelo y dinámica, todo puede ser especial y no serlo. Existe muy poca claridad y muchas formas de cometer errores. Si bien siempre hay que ser cuidadoso con los negocios, en China los esmeros deben de ser más efectivos. Las posibilidades de tergiversación, rapacería y malas interpretaciones son muchas.

Las inversiones extranjeras directas Chinas son estratégicas, y se realizan a nivel de gobierno o a nivel de grandes empresas. El gobierno solo invierte en energía –petróleo y sus derivados, gas, carbón térmico–, y materias primas básicas –hierro, acero– aunque menos, ya que pueden transformar el hierro, cobre y zinc. Las grandes empresas invierten en adquisición de marcas comerciales, cuando ya no les es posible seguir copiando. El chino no es un hombre de negocios torpe, sabe perfectamente que lo que produce y vende por un dólar FOB., en Europa se despacha por quince dólares. Al comprar la red de distribución, sabe que venderá por quince dólares en Europa, Australia, EE.UU. o Canadá. Con esa tasa de retorno invierte. En China solo interesan las grandes empresas y no las PyMEs. A los chinos no les interesan ni siquiera sus propias PyMEs. Ellos anhelan fascinar grandes empresas que empleen a miles de trabajadores y que realicen inversiones millonarias. Teniendo en cuenta que todo está controlado por el gobierno, a las empresas extranjeras se las obliga a unirse en joint venture con empresas estatales que, generalmente se sostienen con enormes falencias financieras. El objeto asociativo es que sean saneadas por los nuevos inversores y pro-

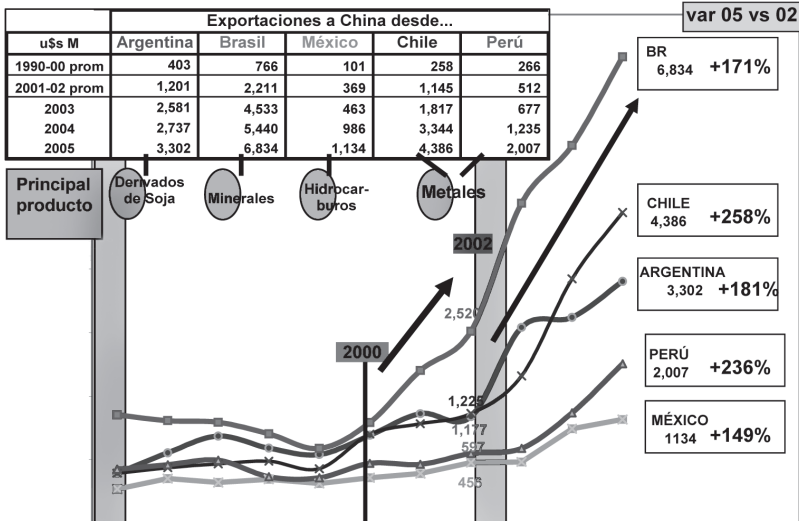
duzcan. Una vez funcionando el Joint Venture, el riesgo será “el rapto de la tecnología”. Se me olvidaba, la facturación se realizará, a través de empresas paralelas de capital 100% chino.

¿Que se le puede vender a China? –Materias primas, energía y derivados. La razón es sencilla, un chino promedio puede gastar menos de un dólar al día en comida y sus rutinas alimentarias son muy simples. Los productos que lleguen necesitarán de un periodo de maduración largo para ser aceptados en el mercado. La leche ha entrado hace menos de diez años, los yogures menos de dos, y el mejor café a los ojos de un chino es el café instantáneo, porque fue el primero en llegar. Claramente un buen café colombiano, a los chinos no les gustará. Apliquemos este criterio para vinos finos, yerba mate y dulce de leche. Para los chinos estos gustos son nuevos como el mismísimo jamón español, no están al corriente de lo que es bueno o malo para los occidentales. Además, para este tipo de venta, en China hay que realizar grandes inversiones iniciales, corriendo el riesgo de ser asidos. Los vendedores coinciden en decir que si pueden –y siempre pueden– los compradores chinos serán lo menos claro posible, ellos nunca dicen que no a nada, aunque no estén muy seguros. En esta serie de inferencia, cobra importancia la red de contactos en altos niveles de gobierno. Hoy lucen interesantes las minas de cobre, mineral que ha alcanzado un precio histórico durante el mes de Junio. Me permitiría decir que en China “se buscan minas”, pero de grandes cantidades de toneladas al mes, con un precio CIF competitivo. A esta altura he conseguido expresar que los chinos conocen de medio a medios los embelecos, que no se le ocurra a nadie especular confiando en la viveza criolla. Para ir hoy a China, hay que hacerlo con un proyecto claro y acciones muy limitadas, como relocalización de plantas productivas para obtener beneficios en los costos salariales. Esa es la razón de las extraordinarias inversiones que capta China, y de ninguna manera la meneada seguridad jurídica que tanto exageran los economistas antiguos. Ante esta realidad, tampoco parece sólido el argumento de país serio con el que a los argentinos tanto se nos flagela.

Influencia de la expansión de China en el aumento del precio de las commodities.



Creciente peso de China en el comercio mundial. Fuerte aumento de las exportaciones de Latam a China en los últimos años.





21-5-2009

**EE.UU. - China, sociedad en extinción**

EE.UU. y China han alimentado un insólito vínculo por más de veinte años, una sociedad que trascendió incompatibilidades políticas, a priori insalvables. Mientras los estadounidenses han estado consumiendo toda clase de productos chinos, los chinos le han comprado en forma acumulativa, billones de dólares en bonos del tesoro, títulos y, billetes verdes. La colaboración y el precario equilibrio han funcionado durante años, haciendo caso omiso a los riesgos crecientes, que hoy comienzan a manifestarse con claridad, a causa de la crisis financiera internacional. Todo el andamiaje asociativo montado corre riesgo de resquebrajamiento. Los chinos tienen un volumen de reservas y activos en dólares tan altos que se encuentran expuestos en forma fatal a la vulnerabilidad de la economía estadounidense. Por su parte EE.UU., coloca enormes cantidades de deuda que los chinos compran voluntariamente para financiar el alto déficit estadounidense. EE.UU. financieramente, se ha vuelto chino-dependiente.

Una devaluación del dólar podría provocar graves pérdidas en los ahorros chinos. Los chinos han manifestado sus temores acerca de las eventuales contingencias, emergentes de las medidas de política monetaria y fiscal que los estadounidenses vienen tomando desde 2008. Las reservas chinas han aumentado sustancialmente, pasando de US\$ 216.000 millones en 2001, a US\$ 1.950 billones en 2008 –Fuente: informe de Marzo 2009– Servicio de Investigaciones del Congreso (CRS). Las estimaciones proyectadas por la FUNDACIÓN ESPERANZA (<http://www.fundacionesperanza.org.ar/>) hoy, las ubica en US\$ 2.300 billones –72% de esas reservas corresponden a activos en dólares–. Además de las reservas, China tiene US\$ 1.380 billones en títulos y bonos del Tesoro. Si China decidiera deshacerse de esas inversiones, aún tomando las pérdidas que esta decisión le acarrearía, el dólar caería en forma estrepitosa y la economía estadounidense reflejaría los efectos de poner en riesgo el rol del dólar como moneda de reserva. Si además se vendieran los

títulos del Tesoro que están en cartera, el valor del resto de sus reservas constituidas en dólares potenciaría el desplome. Completaría el cuadro la decisión de abandonar la compra futura de títulos, allí el impacto sobre el dólar sería monumental. Esto no ha sido planeado –¿o sí?

La deuda estadounidense ya es de US\$ 11.000 billones y, los tipos de interés que hoy paga, son bajos, sin embargo aumenta el riesgo y, el costo financiero de la deuda estadounidense debería crecer en forma consistente con la exposición del Gran Inversor Chino.

–¿Qué posibilidad existe que China se deshaga de las reservas y los activos en dólares?

Recuerde la genial estrategia económico-política que provocó la caída de la URSS –la baja del precio del petróleo–, lograda sin disparar una sola bala. –¿Podrían los chinos estar sentados esperando el desmoronamiento de la economía estadounidense, determinando el fin de su liderazgo hegemónico global?

9-7-2010

## Reingeniería mundial

Los “peso pesado” llegaron muy bien preparados a Canadá, inclusive se adelantaron a cualquier reclamo posible. China compareció ante el G20 después de anunciar que aplicaría una política más flexible en el tipo de cambio, revaluación mediante del Yuan, evitando que EE.UU. pudiera volver a insistir sobre el asunto. Con este punto a su favor, China pudo evitar las discusiones sobre las intervenciones al sistema financiero y los paraísos fiscales. Paradójico, pero para el gran país comunista, es altamente inconveniente hurgar sobre este asunto, ya que los centros financieros de Macao y Singapur desempeñan un rol estratégico en el movimiento de capitales de Asia.

EE.UU., pudo exhibir los avances en la reforma del sistema financiero norteamericano, antes que los europeos le pasen factura, aunque no pudo tocar demasiado los intereses de los grandes bancos. Si se tiene en cuenta el hábitat en que se desplegó el sistema financiero de los EE.UU. durante los últimos años (1993-2008), antes del desenlace y los contradictorios resultados de público conocimiento, se advierten avances, sobre todo en lo filosófico. Además de los temas financieros, EE.UU. pudo exhibir algunos logros económicos parciales, como resultado de una expansión fiscal y monetaria extravagante, que puso en marcha la actividad y contuvo –aunque rudimentariamente– el avance de una recesión y desempleo que se encaminaba hacia una hecatombe.

Europa presume con “la gran reingeniería del down sizing –achi-que–”, pero además, ha hecho que sus líderes enfatizen o dramaticen su voluntad de aplicar recetas ortodoxas para salir de la crisis.

Aquellas recomendaciones ineficaces para resolver los problemas económicos de nuestra región, están en marcha hoy en Europa, para salvar de un desastre seguro al sistema financiero. La razón que la UE eligió el camino del ajuste, obedece claramente a resolver el problema crucial de Alemania y Francia, es decir; evitar la insolvencia de muchos

bancos privados de esos países, que tienen en sus carteras acreencias de naciones y empresas deudoras en problemas –Grecia, España y Portugal–. De esta manera el ajuste fiscal de las naciones europeas endeudadas, ayudara a honrar los compromisos bancarios, salvando prioritariamente a sus entidades de una insolvencia potencial indiscutible. En otro orden de cosas, recuerde que Rodríguez Zapatero y su ministra de economía, se la pasaron desmintiendo la debilidad de su economía, Sarkozy le quiso tapar la boca a Cristina Fernández y el Deutsche Bank debió desmentir un rumor que le hacía responsable de haber realizado operaciones financieras que le darían ganancias si la crisis europea se complicaba.

En ese contexto, “el efectivo manda”, y mientras estadounidenses y europeos batallan con sus problemas, China piensa en comprar tierras e invertir allende los mares, usando su extraordinaria capacidad financiera.

Podría ser que la estrategia china de varias décadas atrás, con vistas al futuro –comenzando en 1980– haya sido endeudar a las potencias y esperar en cuclillas mirando desde el ventanal un escenario de deterioro y desconcierto mundial?

El rol de liderazgo de China se enfatizó en su relación con los EE.UU., porque ha sido el responsable de financiar el insaciable consumismo estadounidense. Más y más exportaciones chinas para atestar su erario de dólares y títulos del Tesoro comprados con superávit comercial, promovieron más crédito interno estadounidense a bajas tasas, más consumo norteamericano y europeo, con los resultados que usted tiene a la vista.

Acepte mi desafío, construya usted mismo el epílogo de la zaga, conforme a esta hipótesis que le vengo planteando hace seis años.

16-7-2010

## China revolotea

China tiene en la mira a una Europa débil. Como el águila, los chinos observan la gran oportunidad de alcanzar uno de los principales objetivos inversores para las reservas en divisa de su país. Hoy en día, todos los mandatarios pasan por Beijing, fue la primer visita que realizó Hillary Clinton, hoy Sábado 17 de Julio esta por allí Ángela Merkel –canciller de Alemania– y, ayer regreso Cristina Fernández de Kirchner; no lo sé, de pronto se despertó el amor por China, el nuevo “tío rico”.

Inesperadamente la semana pasada China compró bonos españoles por cientos de millones de Euros, volviendo a apostar fuerte a la Eurozona, tras un “swapeo” de monedas y tasas que le dejó una importante ganancia en los últimos dos meses. Hay indicios muy fuertes que la confianza china en la economía europea y el Euro se ha recuperado, a partir del momento que los europeos lanzaron el paquete de 750 mil millones de Euros de rescate para los países en problemas.

El mercado europeo ha sido, y seguramente será en el futuro, uno de los principales mercados de inversión para las reservas en divisa de China. Un ejecutivo del servicio comercial español en China, hace tiempo me dijo que los chinos vienen pensando que los “paraguas” que le venden los chinos a Europa a 10 centavos de dólar; con la marca “Euro sombrilla”, se comercializan a 10 dólares en el viejo continente.

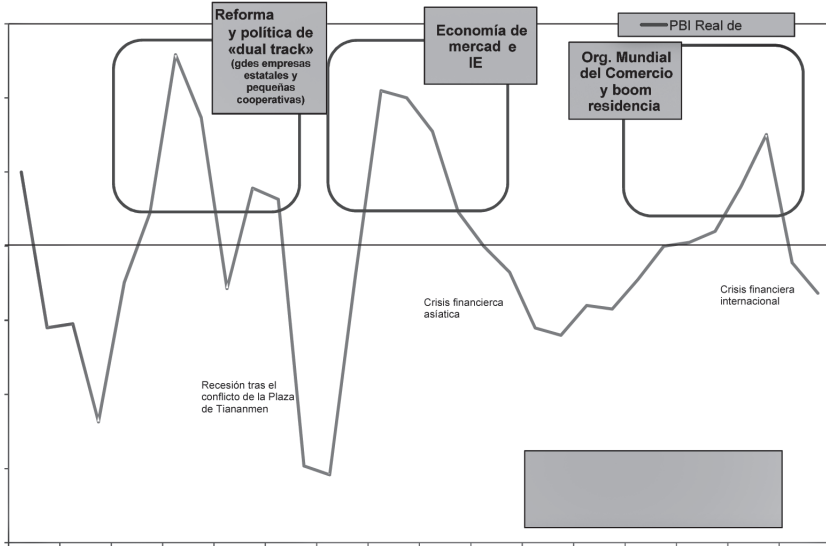
Las reservas de China son tan altas que se tornan excesivamente peligrosas por donde se lo mire, hoy alcanzan los U\$S 2,5 billones. Tal vez sea el tiempo de comenzar a aprovechar las gangas existentes para el PC chino y salir de shopping por el mundo, en este planeta absurdo, donde el principal usurero es comunista.

En estos momentos en que algunos países europeos están sufriendo la crisis de la deuda soberana, China podría “ponerles el hombro”.

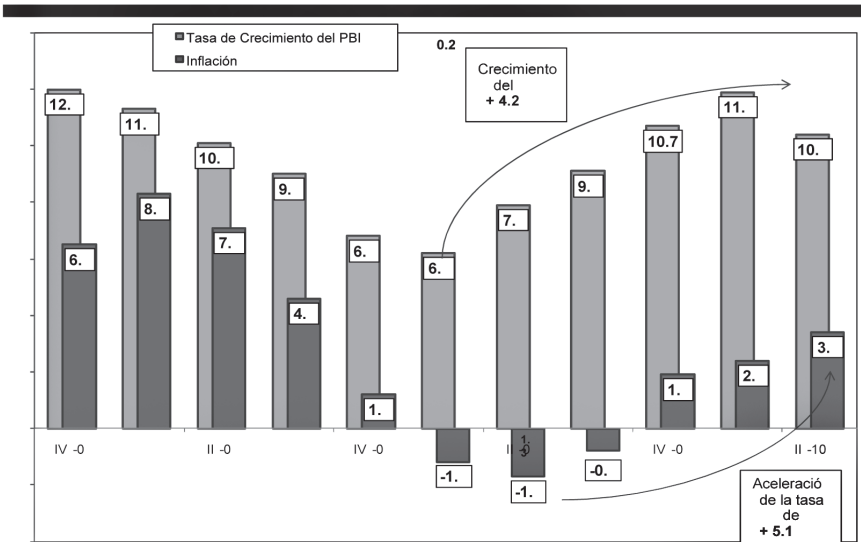
Déjeme contarle que los chinitos salieron del Euro cuando empezó a caer la moneda frente al dólar, pero últimamente, hace unas semanas

empezaron a comprar desde abajo de nuevo, “tradearon a lo pavote”, mientras EE.UU. la miraba pasar. Si China va a Europa, empiece a temblar, ya no tendrá que preocuparse por los Fundamentals económicos que obviamente van a mejorar en Europa, sino por la proximidad geopolítica de un gigante estratégicamente indescifrable, asociado a un occidente “no estadounidense”; en medio de un cambio de paradigma internacional, donde el revival Imperial “ya” contempla la posibilidad de comprar islas griegas, haciendo cabecera de playa, para desarrollar su expansión en Europa. “Apoyar al Euro y a los activos en Euro es defender los intereses de China”, dijo Yu Yongding, un colega mío, ex asesor del Banco Central de China. Déjeme decirle que cuando lo dijo se me puso la piel de gallina.

### CHINA: 30 años creciendo en torno al 10% anual.



### China: una economía a todo vapor, necesita una nueva estrategia



## 2002 - ¿QUÉ HABÍA QUE CAMBIAR, EN EL MUNDO Y ARGENTINA, QUIÉN LO DECÍA Y CÓMO?

Bill Clinton dixit: “hay que aliviar la deuda de los países pobres y fortalecer las instituciones internacionales”; el ex presidente creía necesario lograr que más gente se beneficie con la globalización económica. Esto dijo al cumplirse un año de los atentados terroristas: *“Nuestro desafío consiste en descifrar de que manera la gente puede disfrutar de los beneficios y la identidad de sus propias comunidades y, al mismo tiempo, formar parte de comunidades más amplias. Una idea de comunidad exige creer en un futuro compartido en el que todos cuentan, donde todos desempeñan un rol y donde lo mejor para todos es ayudarse mutuamente. Creer en un futuro compartido exige rechazar la postura fundamentalista y radical de creerse el dueño de toda la verdad y favorecer la idea de que todos tenemos algo que aportar”*.

Jiang Zemin, el Presidente de China, abrió en Noviembre de 2002 el Congreso del PC Chino diciendo que *“era necesario adaptarse a las innovaciones económicas”*, continuaba: *“en China la clase media ha irrumpido en forma creciente”*, y aunque se separó del modelo político occidental, el presidente rescató al capitalismo como un mecanismo o instrumento imprescindible para preservar el poder. Eso es flexibilidad intelectual y práctica. Con una hoz y un martillo como telón de fondo de su discurso, afirmó que el PC no abandonaría a los campesinos y obreros, asumiendo que todavía debían incorporar al modelo a los excluidos. En China como en el resto del mundo, se fue dando un proceso de nuevas necesidades. Los cambios económicos en China crearon una clase media con la cual, se ha ampliado la brecha de ingresos; inclusive, la diferencia entre las ciudades y el campo. Por ese tiempo me impresionaba



mucho ver que, “*mantenerse con los tiempos*” e “*Innovación*”, fueran las frases claves de un discurso comunista, donde se delineaba la política del PC Chino para los próximos cinco años. Jiang Zemin tiene una teoría llamada de los “Tres Representantes”, que incluye el reclutamiento de empresarios privados excluidos por los “explotadores capitalistas”, según su enfoque. Lo importante es que el señor Zeming planteaba que el PC Chino dejara de ser la vanguardia de la clase trabajadora para representar a la inmensa mayoría del pueblo chino. Una revolución socialista al revés. Incluir a la burguesía, en lugar de acometerla. Llamémosla como sea, ellos estaban preocupados por la “inclusión de otros estratos sociales” a su paradigma eso es lo importante y destacable. En su caso fue revolucionario e innovador, pensar en incluir a los empleados de empresas multinacionales y entrepreneurs, asumiendo aun el riesgo intelectual de crear en su sociedad, una conciencia que los admire.

Hillary Clinton (era Senadora por New York) expresó su visión sobre el reemplazo del Secretario Paul O’Neill: “*Cuando se trata de la economía, necesitamos mucho más que personas nuevas. Lo que necesitamos son políticas nuevas. Si lo que vamos a tener son personas nuevas con políticas viejas, estamos en un gran problema*”. (Noviembre de 2002)

James Wolfensohn (Presidente del Banco Mundial), dijo “*El Consenso de Washington murió, y ahora el consenso es que no se puede juzgar a los países apenas por sus finanzas. Los países latinoamericanos hicieron reformas profundas, realizaron privatizaciones, mejoraron indicadores sociales en general y reforzaron sólidamente la democracia*”. (Noviembre de 2002).

Joseph Stiglitz (Premio Nóbel de Economía, ex economista Jefe y Vicepresidente Senior del BM, asesor del ex Presidente Bill Clinton, profesor de la Universidad de Columbia). Opinaba en su libro “El malestar en la globalización”, que “*los organismos multilaterales de cré-*

*dito han causado un sufrimiento excesivo a los países en desarrollo”.* Casi textualmente, Stiglitz cree que es hipócrita pretender ayudar a los países subdesarrollados, obligándolos a abrir sus mercados a los bienes de países industrializados, y al mismo tiempo proteger los mercados desarrollados. Stiglitz opina que para convivir en una comunidad global, debemos cumplir reglas equitativas y justas, que atiendan tanto a los pobres como a los poderosos, y que reflejen un sentimiento básico de decencia y justicia social.

La Tesis Mussa (ex Director del Departamento de Investigación y Asesor del FMI, integró por 15 años la escuela de Graduados en Negocios de la Universidad de Chicago).

Sostuvo que el FMI cometió los siguientes errores con Argentina:

1) fue un error aceptar el tipo de cambio fijo, luego de haberse opuesto inicialmente.

2) fue demasiado flexible con las autoridades Argentinas en la era Menem, con respecto a las responsabilidades fiscales.

3) fue incorrecto organizar el blindaje *–paquete de ayuda–* no era conveniente para muchos expertos.

4) fue desacertado seguir suministrándole fondos al ministro de economía (Cavallo) en 2001, cuando era evidente el quiebre de la convertibilidad y el default.

Ricardo Hausmann: (ex economista en jefe del BID) dijo que el FMI y el Tesoro, no deberían seguir cobrándole a la Argentina. Propuso suspender los pagos a los organismos multilaterales de crédito y hasta planteó que Argentina ofreciera un bono en pesos para renegociar la deuda (*pesificación de la deuda externa*). En su opinión el FMI y el Tesoro estaban manejados por un grupo de incompetentes (*esto dijo en Setiembre de 2002 en la Universidad Torcuato Di Tella de Buenos Aires*)

Stanley Fischer, (ex número dos del FMI) dijo en la reunión de la Asamblea Anual del FMI y el BM de Washington (Setiembre de 2002) que *“Argentina no supo alejarse de la Convertibilidad cuando empezaron a aparecer los primeros atisbos de crisis”*. Tal vez hoy diría lo mismo de Grecia y el Euro.

Fischer criticó el déficit fiscal de los últimos años de la era Menem en Argentina, donde el FMI, paradójicamente, apoyó la gestión con créditos. No es esto lo mismo que se esta realizando, supuestamente a favor de Grecia e Irlanda?

Jeffrey Sachs (Profesor de Economía Internacional en Harvard, asesor de diversos gobiernos de América Latina) reconoció en 2002, que el mismo pensaba, apenas se produjo el default argentino, que todo era culpa de los argentinos. No obstante, junto a otros no menos destacados economistas, comenzó luego a exhortar a los Organismos Multilaterales de Crédito y a las *“posturas ultra ortodoxas de los economistas que asistieron a semejante desbarajuste”*, según sus propias palabras.

Paul Krugman (Premio Nobel, académico de la Universidad de Princeton) consideraba en 2002 que el FMI no iba ayudar a Argentina. El dijo: *“no hay nadie a cargo en el FMI”*. Opinaba además que en los EE.UU., imperaba la idea de que lo que le sucedía a otros países era por culpa propia. Creía que nunca hubo un gobierno norteamericano menos preocupado por la economía internacional como el de George W. Bush. Señalaba que el FMI no podía pedirle más ajustes a la Argentina. Por supuesto no alentaba un quiebre de relaciones, pero aconsejaba no hacer lo que el FMI sugería. (19-11-2002, tele conferencia 50 Convención de la Cámara Argentina de la Construcción)

Mario Blejer (ex Presidente del BCRA, ex funcionario del FMI, ex Director del Banco de Inglaterra) dijo en el Foro Económico Mundial de Río (Noviembre de 2002), que Argentina fue castigada en exceso y que en esto el FMI jugó un papel negativo. También lo fueron sus posiciones *“pro cíclicas que ahondaron la recesión y llevaron al estallido argentino*. Manifestó en este sentido, compartir la opinión de Joseph Stiglitz.

## Argentina, cambio por necesidad y virtud

5 trimestres previos al default de fines de 2001, Argentina se encontraba sin financiamiento externo. Desde Octubre de 2000, se han cumplido 10 años sin poder colocar títulos en el mercado voluntario.

En 2002, un boom de exportaciones se instalaría para equilibrar el peso de la deuda y emplazar una nueva estructura de financiamiento.

Es en contextos donde fluyen los capitales, donde la mediocridad de la performance exportadora queda oculta. Para 1997 el crecimiento de las exportaciones argentinas registraba caídas trimestrales, pero este aspecto se veía relativizado, porque las exportaciones siempre fueron tratadas como una sub clase del negocio país, un aspecto marginal de la economía. La razón de este comportamiento ha sido el desconocimiento y el soporte de la inexperiencia profesional. Se puede decir también, que prevalecía sobre la Argentina una suerte de espejismo altamente engañoso, reflejado en el nivel de ingresos netos de la cuenta de capital. En el segundo semestre de 1997 se comentaba que el primer semestre (*en que crecíamos 8,2 por ciento*), dejaba establecido un ciclo favorable con contexto externo y luz verde para profundizar el liberalizador camino elegido. Es justo decir, que transitábamos esa experiencia aparentemente favorable, durante los mejores años de crecimiento del mundo (1996/1997), antes de la crisis del Sudeste Asiático, y tomando como base los diez años precedentes. En los años siguientes, en Argentina vimos como se apreciaba 40% el dólar (moneda a la cual estaba atado el peso). No obstante como se vivía un fuerte crecimiento de las exportaciones mundiales, y una explosión de la inversión extranjera directa, con abundante liquidez internacional, se limitaban las previsiones. La prensa comunico con reserva y artificio las crisis de Asia y Rusia; mientras al mismo tiempo caía 30% promedio el precio de nuestros commodities. Mientras tanto, se mantenía la apreciación del tipo de cambio del principal socio comercial de Argentina (Brasil), hasta que inexorablemente llegó “la devaluación brasilera”, ampliamente negada como pronóstico por los economistas del gobierno y colegas de su mismo enfoque. Sa-

tisfechos con una economía que viajaba en el “piloto automático del mercado”, y resolvía todo por sí mismo; también fue negada una devaluación de Brasil como probabilidad peligrosa, por los más mediáticos economistas argentinos (impenetrables, casi esotéricos; muy de moda en aquellos tiempos) egresados de Harvard y Chicago. No obstante la conducción económica, prolongó y persistió una actitud de indemnidad, sin intentar la mínima pretensión de organizar algo, aún cuando la velocidad anualizada de caída trimestral de la actividad era dramática.

## **La validez de las exportaciones para recuperar financiamiento genuino**

La aportación que realizaron las exportaciones a la recuperación argentina, podría reportarse para engarzar con las particularidades de las economías europeas.

La calamidad fiscal de los PIIGS, obedece a la decisión de seguir proposiciones financieras inconsistentes con sus culturas. En cualquier caso, la mayor parte de los PIIGS, se parece más a la Argentina que a los EE.UU. En Argentina cometimos los mismos errores, inducidos por el enfoque monetarista que nos llevo a aplicar impedimentos promocionales de todo tipo. En lugar de aplicar recursos fiscales para promover la generación de divisas, tomábamos préstamos para financiar importaciones, a la vez que cerrábamos industrias exportadoras. Es decir, tomábamos dinero prestado para financiar trabajo extranjero. Esta ha sido una inyección letal abonada por el fundamentalismo monetarista y su laboratorio de ensayos inaugurado en 1976. Como consecuencia, el desarrollo de las exportaciones argentinas se vio disminuido por décadas en su potencial. En 2001 Argentina exportaba US\$ 25 mil millones, en 2006 la cifra se había triplicado a US\$ 75 mil millones. Sin duda las exportaciones dispararon vigorosamente el crecimiento, y contribuyeron a resolver la catástrofe del desfinanciamiento del estado a través de las retenciones, después del default de la deuda externa Argentina.

El problema hasta entonces había sido que nadie pensaba en crear un “boom de exportaciones”.

En 2002 a diario escuchábamos argumentos delusorios acerca de la falta de financiamiento para exportar, y esto era cierto, pero no inmodificable. Supuestamente se necesitaban inversiones, y estas nunca llegarían. Todo era una gran maquina de impedir el cambio. Nada fue como se decía, en ningún sentido. Es cierto que fue ineludible trabajar enfrentando decenas de restricciones que contradecían el paradigma convencional establecido, pero paso a paso las soluciones fueron llegando.

## Argentina: el rol de los privados en las exportaciones

A pesar del default de la deuda Argentina con su secuela de desfinanciamiento, un conjunto de empresas locales lograron obtener crédito externo en medio del huracán. Se trataba de compañías que se dedicaban a las exportaciones y precisamente a exportaciones del tipo agro alimenticio, hoy han realizado desarrollos industriales y lideran el crecimiento del país. Esto nos da una pauta del interés de aquellos que deciden financiar actividades serias y cuál es su mayor atractivo. El caso más destacado fue el de la Aceitera General Deheza con casa matriz en Córdoba, *(de bajo perfil como la mayoría de las empresas argentinas de este tipo –pero con facturaciones siderales–)*, dedicada a la exportación de aceite y pellets de girasol y soja. Ya en 2002 comercializaba casi el 90% de su producción al exterior, a sólo cinco meses del default, obtuvo un crédito de US\$ 60 millones, para prefinanciación de exportaciones de la CFI –Corporación Financiera Internacional– brazo del Banco Mundial. La garantía otorgada para recibir la línea, fueron las mismas exportaciones que la entidad les prefinanciaría.

Ni siquiera el momento más cruel de la relación con el FMI impidió que el Banco Mundial avanzara en este tipo de financiamiento para empresas argentinas serias y con potencial, ya que el organismo estaba persuadido que el sector agro alimenticio en Argentina tenía un potencial grandioso.

Otro ejemplo que podríamos citar fue el de mediados de 2002, donde la empresa Brama compró el 37% de Quilmes (cervecería y maltería), empresa del grupo Bemberg en 600 millones de dólares. La bodega Alta Vista (grupo francés) invirtiendo más de 200 millones de dólares para aumentar su capacidad de exportación al mercado europeo, sabía muy bien lo que estaba haciendo. También se puede mencionar una bodega holandesa llamada Salentein que le asignó 11 millones de dólares a su ingreso del mercado lácteo y fruti hortícola en 2002.

## LA SOLUCIÓN PARA EUROPA MI PROPUESTA PARA LOS PAÍSES DENOMINADOS “PIIGS”

6-5-2010

### **4 países pueden salirse de la Eurozona, ¿será Grecia el primero?**

Los riesgos crecen, y aunque el default pudiera evitarse (con el blindaje), los miembros de la Eurozona que rescataron a Grecia tendrían que asumir una enorme carga financiera, porque los inversores privados reducirán de manera permanente su exposición. A medida que la deuda de Grecia crezca, el “flight to the quality” de los inversionistas se irá en una estampida, del tipo manada.

Tras el default de Argentina, la experiencia de haber reestructurado la deuda soberana, haciendo rebotar el nivel de actividad en una “V” empinada –aún pagando el precio de la exclusión de los mercados–, fue altamente exitosa, y los intentos permanentes de realizar canjes con soporte de ajustes y préstamos del FMI, que hundieron la economía, quedaron desacreditados para siempre en el país.

El gobierno argentino y los acreedores cooperaron razonablemente, y la significativa “quita” de la deuda, fue uno de los pilares que sostuvo el “turn around” de la economía local. Las estrategias legales para alentar a los acreedores a participar en la operación de reestructuración y evitar mayoritarios grupos de “holdouts”, han marcado una huella, y ayudará en el futuro a pensar a los deudores en problemas, habiendo verificado que existen otras opciones.

Grecia luce un poco más complicado que la Argentina, pero los tenedores de bonos deben prepararse para enfrentar un recorte severo. Abogados especializados en deuda soberana sostienen que una reestruc-



turación de la deuda griega sería más fácil de lo que muchos estiman, aunque obviamente no resolvería todos los desafíos. Sobre todo, los daños emergentes del default, desbordarían la capacidad de respuesta por los CDs (credit default swaps), que aún no han jugado un papel muy importante en ninguna otra reestructuración de deuda soberana.

El default “per se”, legalmente no sacaría a Grecia del “Euro”, ya que un miembro de la Eurozona no tiene moneda propia para poder devaluar inmediatamente, ni tampoco parece fácil encontrar un medio para excluirlo del área monetaria, ya que la pertenencia en principio estaba destinada a ser para siempre.

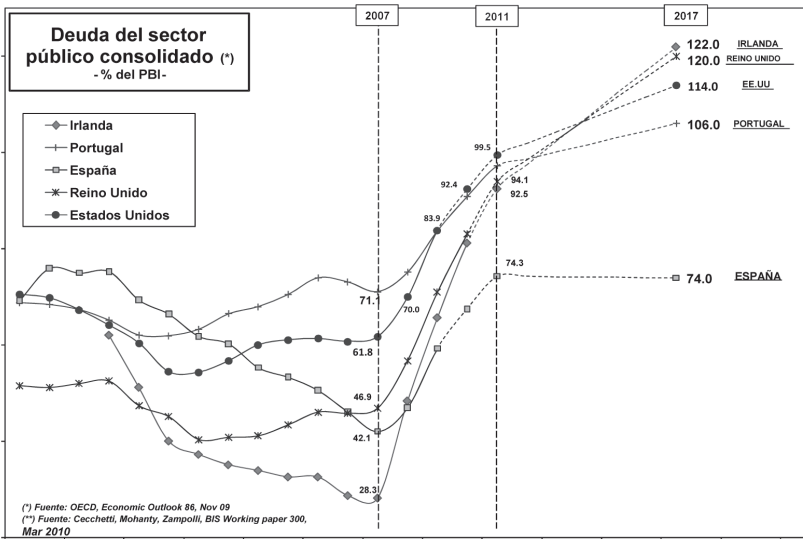
De todas maneras, ningún país ni asociación de países puede prohibir la decisión de salir y usar una moneda local, y si Grecia decidiera hacerlo, haría mucho menos doloroso el ajuste, la misma tendría que ser creada, implicando cierta complicación ya que todos los contratos de bonos, depósitos bancarios, salarios, etc., tendrían que ser “re denominados” en la nueva moneda.

La experiencia de la pesificación asimétrica en Argentina, que violó toda la normativa vigente, fue muy compleja, pero aquí estamos, vivitos y coleando. El Euro que fue planeado en detalle, trabajo solo para “el éxito”. No parece que los “cerebros” tengan preparado un mecanismo que gatilla la resolución de conflictos potenciales, en caso de presentarse un asunto traumático.

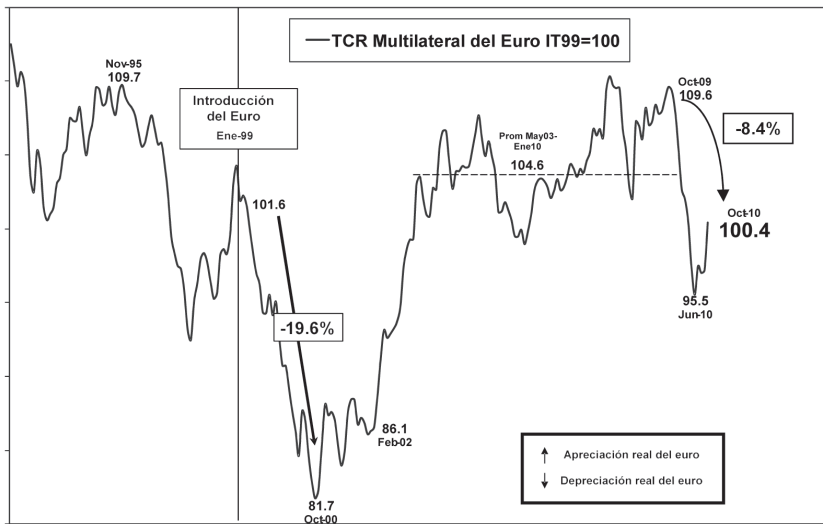
El default de un miembro de la zona representaría sin dudas, un golpe para al Euro y su prestigio, pero no debería significar necesariamente la defunción de la moneda común, si Grecia o quien fuere, saliera de la zona y regresara a su status previo al ingreso.

Esta ultima conjetura que se me acaba de escapar, no tiene “probabilidad cero”.

La deuda pública en varios países tiende a crecer y hacerse no sustentable.



El euro tras depreciarse luego de la creación de la Eurozona en 1999, se apreció durante 9 años. En 2010 se venía desvalorizando por la crisis de Europa.



## **Viabilidad de una propuesta para las PIIGS**

Hay una única forma de exhibir viabilidad para un banquero y, es demostrándole el deudor, que en el futuro tendrá capacidad de repago de la deuda.

El principal objetivo de la previsión del banquero es determinar en el largo plazo las consecuencias de los planes de acción de hoy y luego proporcionar alternativas para apoyar un plan consistente y sustentable. Esta claro entonces que un plan financiero a largo plazo está subordinado a un plan integral de transacciones de un país. Este es en realidad el caso más frecuente de cualquier corporación para obtener financiamiento adecuado. Una estrategia y un plan integral de acción. Cuando el desempeño financiero entra en conflicto tantas veces, termina afectando la situación económica, como sucedió en Argentina.

Es obvio que los PIIGS deben cambiar la prioridad del enfoque.

Es necesario desarrollar una estrategia que establezca un plan sustentable con una estructura de financiamiento consistente. No se puede aplicar únicamente cataplasmas constantes (prestamos crecientes) a un enfermo extremadamente delicado.

Cuando lograr un acuerdo financiero, es más importante que trazar la estrategia de largo plazo, se producen inevitablemente los incumplimientos, que son el producto de la misma imprudencia.

¿Qué sentido tiene arribar a convenios no viables?

Los negocios de una corporación o un país, necesitan ser sustentables a largo plazo. En el análisis financiero que realizan las corporaciones del sector privado, luce interesante lograr un acuerdo de financiamiento, si el proyecto ofrece una tasa de rentabilidad atractiva y consistente con el nivel de riesgo adquirido. El criterio para mirar un acuerdo país no difiere, salvo en su terminología. Se analizan las tasas de crecimiento en lugar de la rentabilidad del proyecto, el sector fiscal es el paralelo del presupuesto financiero. Finalmente la satisfacción de los tenedores de bonos dependerá de las tasas de crecimiento futuras del

país emisor. Es difícil determinar con precisión las proyecciones, pero sin duda, es más atractivo y sostenible hacerlo con un plan que agregue un nuevo factor o valor agregado de crecimiento. Esto sólo se obtiene a través de un factor marginal.

Los países PIIGS deben exportar, pero necesitan previamente un “boom de competitividad”, con restructuración de deuda, volviendo a una moneda local, reemplazando financiamiento costoso, por financiamiento genuino, a través de las exportaciones.

Si esto se decide habrá un cambio de expectativas, esto es clave para quienes deseen participar de los beneficios de la recuperación de Europa. Hoy las noticias en los PIIGS son tan sospechosas que, lejos de generar confianza afectan hasta la cotización de la Euromoneda. Cualquier anuncio de solución radical bajaría el riesgo país y cambiaría las perspectivas de los PIIGS, y de toda Europa. Buenas noticias, como lo hace “el Comité de Buenas Noticias del Pueblo de Springfield” de la serie “Los Simpsons”. Esta es la clave de la recuperación de los EE.UU., país experto en cine y marketing de ilusión. Luce imprescindible realizar propuestas elevadas que permitan reposicionar las expectativas internacionales y anticipar un ciclo de reversión de la economía. Los “Fundamentals”, los índices de riesgo país, de las acciones en el mercado de valores, los modelos de valoración de activos; no siempre coinciden con la realidad. A veces están exorbitantemente altos, otros exiguamente bajos.

—¿Qué tendría que ocurrir para que los indicadores que anticipan las cosas cambien abruptamente en los PIIGS y Europa?

Consideremos que los tenedores de bonos quieren desprenderse de ellos, antes de la renegociación de la deuda externa

¿Quién estaría dispuesto a pagar un precio superior a lo que se pueden obtener hoy por ellos?

Los que esperan poder venderlos después que los PIIGS anuncien una alianza estratégica con China, por ejemplo.

## **Alternativas de una propuesta, frente al salvataje permanente**

China puede brindar la ayuda necesaria para evitar la catástrofe y beneficiarse por su colaboración, el salvataje de los PIIGS puede ser “win win” para todo el mundo. Por más que se le quiera ignorar, la estructura económica mundial ha sufrido fuertes modificaciones y el nuevo rol de China en el contexto internacional, no podría resistirse por mucho tiempo.

El sistema financiero y comercial global está en peligro. El único país capaz de brindar ayuda económica es China (principal acreedor mundial, con superávit de balanza de pagos, y enormes reservas mundiales, nación trascendental que a su vez, no ha sufrido la magnitud de los daños económicos).

Si los chinos no cooperan con Europa, no podrán introducirse cambios en la estructura económica internacional, y sus exportaciones se perderían un importante destino. También existen suficientes amenazas internacionales y domésticas sobre Europa que justifican un desafío creativo.

La configuración del nuevo escenario financiero mundial nos asegura que muy pronto los PIIGS no tendrán acceso a los mercados voluntarios de crédito, ni siquiera alcanzando un nuevo acuerdo definitivo con el FMI. Con otro plan “solamente ortodoxo” se consolida y aumenta el desempleo y la capacidad ociosa, generando un conflicto social inmanejable. Es fuerte el condicionamiento social para extender la aplicación de medidas más contractivas como proponen los sectores más tradicionalistas del establishment. Si la situación social se anarquiza, ciertos países y corporaciones no querrán hacer ningún trato más con los PIIGS. Esto puede incluir “no comprarles”.

El tamaño de las empresas de los países PIIGS no presenta ventajas para encarar nada en forma solitaria, no tienen volúmenes, no existe una gran preparación exportadora. Esto es incompatible con la necesidad insustituible de generar divisas, pero existe un enorme desconocimiento de los potenciales desarrollos comerciales y mercados de exportación.

Hace años que los europeos están viviendo del financiamiento barato.

Podría crearse una ventanilla adicional en el centro de la escena de los 750 mil millones de Euros, la del FMI como un facilitador, veedor de reestructuraciones de deudas en default. Otra alternativa sería dejar que los acreedores de los bonos por mayoría, en forma sindicada, negociaran directamente los términos de una quita con canje, con la veeduría del FMI.

Podrían los PIIGS o uno de ellos, convertirse en “leading case”, consistente con un nuevo contrato social global que luce irreversible. En ese esquema, comenzando con el caso europeo, China podría desempeñar su rol internacional superavitario, cooperando y realizando alianzas puntuales con países de alto endeudamiento y diferentes recursos. Obviamente estoy pensando en un gran cambio. Si se realiza con éxito, una estrategia de alianzas comerciales y financieras podría aplicarse inmediatamente a todas las deudas soberanas con baja calificación, antes que suceda una catástrofe de la deuda que perjudicaría aún a China.

En esa dirección, estaría resuelto y en marcha un nuevo escenario para resolver problemas de países con deuda de dudoso cumplimiento con planes sustentables de anticipo, aún sin llegar al default. China, puede integrar un fondo para esos países con un aporte adicional al de la UE, tal vez con otros 750.000 millones de Euros. Una especie de QE2 (Quantitative Easing 2) de EE.UU.

Muchos de estos países endeudados tienen alto potencial exportador desaprovechado por abandono de la industrialización, a manos de la entrada de capitales fáciles.

Habría que crear en el G20 un nuevo foro internacional para resolver problemas financieros de países con potencial de salida.

En síntesis, establecer un procedimiento definido que permita evitar más de un año de zozobra para manejar deudas soberanas cuando comienza el naufragio. Además de todo lo expuesto, se contribuiría a eliminar progresivamente los cada vez más esforzados aportes que realizan el FMI y sus países miembro, sobretodo en este último año.

Terminaría también la sospecha de corrupción en el otorgamiento de los créditos privados que luego ante el incumplimiento de los beneficiarios, sale a subsidiarse con alguna ayuda del FMI. Esta opción hará mucho más fácil reestructurar deudas como la de los PIIGS. Al encontrar una alternativa nueva, los políticos del mundo darían una fuerte señal de estar seriamente dispuestos a crear un procedimiento global práctico y económico para evitar defaults, retornaría la confianza a los mercados, asumiendo supuestos sólidos de solvencia fiscal ínter temporal en los países con problemas.

Esta propuesta contribuiría a dinamizar el comercio entre deudores y acreedores antes de que sea tarde, restableciendo a la vez el rol estabilizador de los organismos multilaterales de crédito.

## GRAN OPORTUNIDAD PARA SALVAR LA ECONOMÍA MUNDIAL

*“No hay seguridad en esta tierra,  
sólo oportunidad”*

Anónimo

Existe una oportunidad única e insustituible para realizar cambios innovadores, pero esto siempre llega cuando todo se desmorona.

–¿Hace cuanto tiempo que Argentina no generaba ideas propias?  
–preguntó Charles Sabel, profesor de Columbia en 2002.

Sabel y otros intelectuales de EE.UU. consideran que aún en condiciones de extrema debilidad, los países deudores no tienen porque aceptar estrictamente las sugerencias del FMI. Se podría analizar una manera absolutamente distinta para los “PIIGS”. Esto es, fuera de las repetidas y frustrantes recetas estándar, sabiendo que no fue dentro de los límites rutinarios, el espacio donde la Argentina encontró el milagro económico que necesitaba.

La idea de encarar otro tipo de negociación con los acreedores cobro cada vez más fuerza, teniendo en cuenta el sinnúmero de blindajes, canjes y mega canjes que se intentaron durante aquellos años en Argentina, sin alcanzar los objetivos presupuestos. Richard Freeman de Harvard y Aruind Panagariya de Maryland también cuestionaron y replantearon el significado de los paquetes y condicionalidades del FMI en 2002. En esos ámbitos académicos surgieron debates y aún hoy se está pensando en el futuro de Europa, en estricta privacidad; de cómo sacar adelante a Portugal, luego de la crisis de Grecia e Irlanda.

Algunos técnicos propusieron hacer un gran replanteo de los mecanismos y condicionalidades aplicados a los países con problemas, considero que deberían volver sobre el caso argentino, releer el diagnóstico y elaborar un vademecum de recomendaciones para encarar un plan de acción, pariente intelectual en términos de creatividad. Observar



los resultados de la recuperación argentina, los mecanismos utilizados, u otros similares podrían aportar más datos a una plataforma para el aprendizaje, que sustituya el antipático banquillo de los acusados por las calificadoras de riesgo, y el ostracismo al cual se somete a un país con ahogo financiero.

### **No se pueden repetir errores sin riesgos terminales**

Unos de los problemas de Argentina fue la pérdida de confianza internacional y consecuentemente la capacidad de atraer capitales, inclusive retener los propios. Para superar definitivamente la crisis, Argentina necesito reestructurar su deuda pública. En particular los bonos en default en manos de inversores privados, tanto externos como internos; en este sentido, la decisión de presentar una propuesta con quita fue claramente un paso al frente.

Como dije antes, también es necesario considerar que cualquier acuerdo que no tenga sustentabilidad, desde el punto de vista de lo que es generación futura de flujos de ingresos, encontrará dificultades para materializarse. No es posible convencer a los mercados y a la comunidad financiera internacional que los países PIIGS serán capaces de generar recursos, con un superávit primario “algo” mayor. Necesitan un superávit que permita al estado servir los intereses nuevos, de una nueva deuda nominal; sin dejar de considerar una inevitable quita.

Sería ingenuo e insolente hacerle repetir a los países PIIGS una propuesta de esfuerzo fiscal que los convierta en “país normal de la zona Euro”, con el mismo PBI que hoy tienen. “País normal”, esta frase que el establishment internacional y vernáculo nos repitió a los argentinos hasta el cansancio, como si fuéramos alienígenos, fue ofensiva, y tenía el propósito de destruir la auto estima nacional.

Un ajuste del gasto público argentino, de la magnitud que reclamaban los economistas ultra ortodoxos era inviable, pero sin embargo fue superada por el empleo de la década, el ex Ministro Cavallo quien

estableció la “Regla de déficit cero”. Fue imposible llevarla a cabo, y generó un nivel de tensión social de dimensiones. Todos sabemos como finalizó el gobierno del ex Presidente De La Rúa (2001), aún con una ayuda inédita del Congreso que le otorgó “poderes supremos” al principio de su mandato. Tuvo a favor primero y en contra después, todos los partidos políticos, (ni siquiera lo acompañó el partido aliado), los sindicatos y los propios colegas. Pero el país le dijo “no al ajuste fiscal permanente por el lado del gasto”, antes de Cavallo ya se lo había dicho a López Murphy (un ministro que duro 2 semanas). Cavallo se olvidó en poco tiempo que su designación se produjo como consecuencia de una enorme resistencia social a la propuesta de su antecesor. En el epílogo cayó el ministro Cavallo también, y fue el fin de un gobierno, que sólo dos años antes, había ganado las elecciones presidenciales por abrumadora mayoría.

La oposición y la propia masa de votantes, hizo tambalear el mismo sistema democrático; altamente peligroso y desgraciados fueron los riesgos del intento.

Es absurdo e hipócrita que algunos economistas aún propongan más de lo mismo en Europa. En cuanto a la deuda pública, quieren reestructurarla, pagando más intereses, sin proponer nada nuevo que financie el pago. “Honrar los compromisos financieros”, está en el mismo lugar que defender los intereses nacionales y el bienestar de la población. Lo primero es bueno hacerlo, sin dejar de hacer lo segundo.

Equilibrar el presupuesto con asfixia social, demandaría un cambio de sistema político, con una resistencia previa que podría acarrear caos nacional y éxodo de las inversiones. Lo que vimos en Argentina fue virulento, pero esto mismo empieza a despuntar en Grecia, Irlanda, Inglaterra, Francia, Italia, y España. Por esta razón y como todavía se esta a tiempo de actuar, hay que plantear una propuesta para despertar la confianza en los países de Europa. Algo nuevo. Las autoridades políticas deben iniciar gestiones con los diferentes actores involucrados en una propuesta consensuada de sacrificios. Esta propuesta debe alentar

una salida para la reestructuración de la deuda de los PIIGS, y un despegue de la situación de postración en que se encuentran. Apoyo de los acreedores, de los organismos multilaterales de crédito y las inversiones, como así también de países “superavitarios” como China.

## **Una propuesta a la medida de los PIIGS**

Razones por las cuales China puede brindar ayuda:

1. El sistema financiero y comercial global esta en peligro. A China no le conviene una catástrofe económico financiera
2. Es el único país capaz de brindar ayuda económica porque es fuerte en reservas y tiene fuerte superávit de balanza de pagos.
3. Si China no coopera, perdería una gran oportunidad para posicionarse en occidente. Puede adquirir empresas y marcas que le permitirían vender a 100 dólares, lo que hoy venden a 2 dólares.
4. Como EE.UU. y Europa tienen acoplada su vicisitud, China podría perder los principales destinos de sus exportaciones.

Debería ser una propuesta anticonvencional pero vital. Las condiciones de un acuerdo de largo plazo con el FMI presuponen condiciones que antes ya se han presentado como correctas para manejar la economía de países en crisis, con resultados incorrectos. Desde el comienzo de la globalización y mucho antes en el mundo de los países capitalistas de pos guerra, hubo variabilidades importantes entre las diferentes economías del mismo sistema. Francia, Italia, Alemania y Japón hicieron cosas distintas entre sí, en distintos tiempos y todos a su vez tuvieron éxito. Cosas distantes a las de los Estados Unidos y Gran Bretaña. Sin embargo, allí están todos queriendo hacer lo mismo.

¿Por qué tienen que hacer algo uniforme y convencional según las normas IRAM del FMI y la UE?

Por ejemplo Malasia dijo que no y Corea en 1997 dijo: “esto está bien, pero esto no lo acepto”.

Los PIIGS necesitan algo nuevo. Los planes ortodoxos implican solo el cumplimiento de metas. Hemos visto el ejemplo argentino, como en quince de diecinueve oportunidades las metas no fueron alcanzables. En vez de fijar sólo metas fiscales y monetarias con halo de seriedad, que se asuma y establezca un planteo estratégico audaz, tarde que temprano esto ocurrirá.

Es imposible lograr un aumento sustancial de las exportaciones de Grecia e Irlanda con un plan ortodoxo, sin que se salgan del Euro, por lo menos por un tiempo. Es necesario quebrar el esquema convencional de restructuración de deudas. Ningún cambio exponencial se puede lograr con un ajuste habitual.

Gary Friedman se cansó en Norteamérica de los veredictos: “culpable o inocente” y, se preguntó –¿no habrá una forma alternativa a esta burocrática tradicional? –Como resultado de esa búsqueda, contra la oposición de cuanta eminencia jurídica hubo, comenzó la práctica de “mediación”, que apartó del escenario nada más y nada menos que al juez que tomaba las decisiones.

La competencia entre economistas, para ver quien proponía una ortodoxia más dura, estimuló la resignación intelectual y eliminó la vía ingeniosa (ingenuity). Debemos intentar con nuevas estrategias de política económica y comprometernos a cambiar de hábitos científicos. Experimentemos la manera de resolver nuevos problemas con creatividad.

### **Líneas para un plan**

1. Emisión de nuevos Bonos PIIGS avalados por China.
2. Los PIIGS salen del Euro creando sus propias monedas.
3. Los PIIGS le otorgan a China en alquiler, un Fondo de Comercialización para sus exportaciones y turismo.

***Plan A:***

La propuesta consiste en emitir nuevos bonos para canjear los vigentes, avalados por China. Estos nuevos bonos calificarán perfectamente y con las mejores notas.

Las calificadoras de crédito podrán evaluar el espectacular potencial de una operación de canje respaldada por enormes reservas internacionales y nuevos flujos comerciales motorizados por exportaciones PIIGS a China y toda la zona ASIAN. El riesgo país cae dramáticamente a la tasa de los Treasury Bonds a 10 años.

***Plan B:***

Se rescatan los títulos anteriores con una quita de 50%, y se aplican a los nuevos bonos, las tasas de la FED para bonos del Tesoro a 10 años. Esta es una cifra de quita comprensible y necesaria para la renegociación, si las tasas son las vigentes para los PIIGS.

En ambos casos (A Y B), los PIIGS podrían reprogramar los plazos de vencimiento originales del 100 por ciento de las deudas con el FMI y otros organismos multilaterales de crédito, con 5 años de gracia.

Estas son condiciones realistas y atractivas, aun para la preservación de los organismos multilaterales, ellos mismos deben ser los factores de promoción de la estrategia descripta. De esta manera, la situación estaría retrotrayéndose a una relación de Deuda/PBI viable, compatible con la realidad.

Nuevamente, tanto la disminución de los rendimientos, como el estiramiento de los plazos, deben ser asumidos para evitar un eventual y próximo default desordenado con consecuencias devastadoras. Ahora los bonos se canjearían con un plan sustentable y un garante creíble y poderoso.

Deberá establecerse una reprogramación de los plazos de las amortizaciones. Los nuevos bonos deben tener 10 años de gracia, para permitir que se produzca el arranque de las economías con dificultades, a partir

de ese plazo, puede considerarse un cupón ligado al crecimiento del PBI, como se hizo en la Argentina.

Los PIIGS salen del Euro, crean su propia moneda, y realizan una Alianza Estratégica con China. También establecen una amplia preferencia de sus inversiones para industrializarse a nivel nacional y exportar productos europeos con la tecnología más conveniente.

La retribución para China consiste en una atrayente oferta de “management fee”, donde por los primeros tres años se le reporta un 3% de las nuevas exportaciones Chino-PIIGS por sus logros. Subsiguientemente y en forma decreciente, hasta el décimo año, llegando al 2 por ciento, con rangos: (2,67 por ciento del cuarto al sexto incluido) (2,33 por ciento del séptimo al noveno incluido) (2 por ciento el décimo)

Las futuras inversiones mantendrán a China los actuales niveles de comercio, y dispararan una enorme cantidad de negocios nuevos en Europa PIIGS.

### **Negociación directa con consorcios formados por empresas exportadoras chinas**

Los economistas de enfoque tradicional occidental, suelen descalificar nuevas propuestas estratégicas, pero la visión y el uso de tácticas comerciales que aplican los chinos, a primera vista incomprensibles para nuestras culturas son justamente lo que Europa PIIGS necesita emplear.

Es cierto que los enfoques comerciales chinos son poco ortodoxos, pero en general han puesto patas para arriba el pensamiento económico y de negocios de cualquier libro de texto clásico.

Por otra parte, las alianzas estratégicas, los acuerdos bilaterales, no son una moda pasajera, llevan ya bastante tiempo de desarrollo y perfeccionamiento. Esta es la mejor forma de obtener competitividad más rápidamente para los PIIGS, y resolver los nuevos problemas emergentes de un paradigma desconocido, como sería una cadena de defaults desordenados para Europa.

En respuesta a las necesidades de los PIIGS, he pensado que una alianza con China –reconociendo en forma realista su nuevo rol, acercaría las imprescindibles ventajas competitivas, algo que no se puede hacer en forma aislada ni instantánea con las formulas tradicionales, ni la precariedad que hoy exhiben los PIIGS.

### **Beneficio: PIIGS-China, leading case**

El FMI, la OMC y el G20 podrían ser juntos o en forma indistinta, sponsors y veedores de la operación.

### **Soporte**

Si la globalización es totalizadora ¿por qué entonces no homogeneizar un foro con todas las instituciones reguladoras de la economía internacional para resolver este tipo de problemas?

Esta claro que cambiar lo que atenta contra la eficacia es lo que se supone que les interese a estos organismos.

Luce imprescindible generar una propuesta de cómo crear un marco para tratar a los países al borde del default. Puede que se repitan casos de insolvencia soberana, puede ser Italia, Inglaterra, no se sabe. Los países desarrollados tendrán que estar dispuestos a cambiar el enfoque y hasta las leyes internacionales. Pronto será irrelevante obligar a países angustiados a que acepten recomendaciones que conducen a estallidos sociales incontrolables. En un punto los mercados no podrán sostener más el incremento de costo de las deudas PIIGS. El riesgo país sube y tarde o temprano los compromisos no podrán ser atendidos.

## CONCLUSIÓN

*“Visión es el arte de ver cosas invisibles”.*

JONATHAN SWIFT

El mundo y sus líderes, incluyendo a los economistas; deben disponeerse a sacrificar los honores y la reputación. Presenté un prologo para instruir un plan de salvataje sustentable, un milagro para la crisis de la deuda PIIGS europea, habiendo vivido el caso argentino. Es obvio que en la frontera, los condimentos de creatividad y realismo, son imprescindibles.

Por supuesto esta no es una propuesta ortodoxa, ni heterodoxa. Tampoco es keynesiana, ni monetarista. Es mucho más intolerable, porque representa una clara provocación, una especie de desafío a la jurisdicción intelectual de la dirigencia mundial, aquellos que contemplando tres años de desasosiego, permanecen con sus facultades creativas inhibidas. La singularidad de la crisis, ha quemado todo los libros, la solución no está en la biblioteca de nadie. Es necesario resolver los nuevos problemas con soluciones creativas, esta es mi propuesta y confío en su potencial para articular un plan táctico mundial.



## BIBLIOGRAFÍA Y FUENTES

- John Maynard Keynes, Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero, Fondo de cultura económica, México, 1965.
- Ludwig Erhard, Bienestar para todos, 1957, Omega, Barcelona, España.
- Darrel Delamainede, El shock de la deuda, Planeta, 1984, Barcelona, España.
- Empire of Debt, Bill Bonner and Addison Wiggin, WILEY AND Sons, 2006, United States.
- Daniel Cohen, Globalizations and Its enemies, 2006, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts London, England.
- Charles Wheelan, Naked economics, 2002, W.W. Norton & Company, London, England.
- Walter Beveraggi Allende, El ocaso del patrón oro, EUDEBA, 1972, Buenos Aires.
- Olivier Giscard D'Estaing, El social capitalismo, EUDEBA, 1977, Buenos Aires.
- George Soros. La crisis del Capitalismo Global, Editorial Sudamericana, 1999 Buenos Aires.
- Raúl Prebisch, El capitalismo periférico, Fondo de cultura económica, 1981, México.
- Eduardo Augusto Rossen, El Fondo Monetario Internacional, AZ, 1979, Argentina.
- Bernard Gazier, El crac del 29, Oikos Tau, 1985, Barcelona, España.
- Harold, J. Laski, El liberalismo europeo, Fondo de cultura económica, 1979, México.

- Michael Mussa, Argentina y el FMI, del triunfo a la tragedia, Editorial Planeta, 2002, Buenos Aires.
- Jeffrey E. Garten, Estrategias para la economía Global, Prentice may, Pearson Education, México 2001.
- Thomas L. Friedman, Tradición versus Innovación, Editorial Atlántida, 1999, Buenos Aires.
- George S. Yip, Globalización, Estrategia para obtener una ventaja competitiva internacional, Grupo Editorial Norma, 1997, Colombia.
- Marcelo Diamand, Doctrinas económicas, desarrollo e independencia, PAIDOS, Buenos Aires, 1973.
- Martín Schawb y Etchebarne, Argentina Gran Exportador, Editorial Heliasta, 1995, Buenos Aires.
- Manuel Cervera, Globalización Japonesa, Siglo XXI editores, México, 1996.
- Ramón Tamames, Estructura Económica Internacional, Alianza Universidad, 1982, Madrid, España.
- Masaaki Imai, Kaizen La clave de la ventaja competitiva japonesa, CECSA, décima reimpresión, 1999, México.
- Banco Mundial, Apertura, Liberalización del Comercio Exterior en los países en Desarrollo, Legis Fondo Editorial. 1991, Bogotá Colombia.
- Macario Scettino, El costo del miedo, 1995, Grupo editorial Iberoamericana, México.
- Joseph Stiglitz, El Malestar en la Globalización, Aguilar, Altea, Taurus, Alfaguara S.A. (Primera edición, 2002) Buenos Aires.
- Michael Hammer, Beyond Reengineering, Harper Collins Publishers, New York, 1996.
- Hammer & Champy, Reengineering the corporation, Harper Business, New York, 1994.
- Alfred Rappaport, Creating shareholder value, The Free press, Simon & Schuster, New York, 1996.

- Michael Thusman - Charles O'Really III, Winning trough innovation, Harvard Business School Press, 1997.
- Jordan Lewis, Partnership for profit, The Free Press, Macmillan Inc. USA, 1990.
- Michael Porter, On Competition, Harvard Business School Press, Boston, 1998.
- Aldo Ferrer, Crisis y Alternativas de la política económica Argentina, 1977, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires.
- Aldo Ferrer, La Posguerra, El Cid Editor, Buenos Aires, 1982.
- Aldo Ferrer y otros, Los planes de Estabilización en la Argentina, PAIDOS, Buenos Aires, 1974.
- Aldo Ferrer, Vivir con lo nuestro, El Cid Editor, Bs. As. 1982.
- Aldo Ferrer, La economía Argentina, Fondo de cultura económica, México - Buenos Aires, 1975.
- Robert Mundell, Teoría Monetaria, Amorrortu, 1971, Buenos Aires.
- Alfredo Zaiat, Economistas o astrólogos, Capital Intelectual, Buenos Aires.
- Charles Klidberger, Economía Internacional, Aguilar, Buenos Aires, 1988.
- Ravi Batra, El mito del libre comercio, Vergara, 1994, Buenos Aires.
- Jonathan Levin, The exports economies, 1964, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, EE.UU.
- Michael Porter, Competitive Advantage, The Free Press Macmillan, USA, 1994.
- Michael Porter, Estrategia competitiva, CECSA, MEXICO, 1992.
- Silvia Naishtat, Pablo Maas, El Cazador, Planeta, Buenos Aires, 2000.
- Joseph Stiglitz, Comercio Justo para Todos, Taurus, Buenos Aires, 2008.
- Jaroslav Vanek, International Trade, 1964, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, EE.UU.

- Bela Balassa, Teoría de la integración económica, 1980, Uthea, México.
- BID, INTAL Asociación Internacional de Empresas en America Latina, 1974, Buenos Aires.
- CEPAL, El financiamiento de las exportaciones en America Latina, 1983, Santiago de Chile.
- Joseph Stiglitz, Caída Libre, Buenos Aires, Taurus, 2010.
- Marcelo Bonelli, Un país en deuda, Planeta, Buenos Aires, 2004.
- Joseph Stiglitz, Los felices noventa, Taurus, Buenos Aires, 2003.
- Michel Musolino, La impostura de los economistas, Ed. La Flor, Buenos Aires, 1998.
- Naomi Klein, La doctrina del shock, PAIDOS, 2007, Barcelona, España.
- Jaques Sapir, Economistas contra la Democracia, Ediciones B.S.A., 2004, Barcelona, España.
- John Perkins, Confesiones de un Gangster Económico, Ed. Urano, 2005, Barcelona, España.
- Juan Carlos De Pablo, Diálogos con Cavallo, Pasión por crear, Planeta, Buenos Aires, 2001.
- Jorge C. Avila, Aquiles A. Almansi, Carlos A. Rodriguez; Convertibilidad, fundamentación y funcionamiento, CEMA, 1997, Buenos Aires.
- Marcel Merle, Sociología de las relaciones internacionales, Alianza Editorial, 1988, España.
- Federico Sturzenegger, La economía de los argentinos, 2003, Planeta, Buenos Aires.
- Raúl Prebisch, Contra el monetarismo, 1982, El Cid, Buenos Aires.
- ABRA, La financiación del crecimiento, 1991, Mercado, Buenos Aires.
- Diario CLARIN lunes 9 de setiembre de 2002, Pág. 6.
- The Observer Sep-2002.
- Carteco 2002, año 19, numero 221 en adelante.

***Sitios de Internet consultados:***

[www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

[www.cepal.org](http://www.cepal.org)

[www.commerce.gov](http://www.commerce.gov)

[www.mecon.gov.ar/cuentas/internacionales](http://www.mecon.gov.ar/cuentas/internacionales)

[www.economist.com](http://www.economist.com)

<http://economistsview.typepad.com>

<http://www.euromonitor.com>

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>

<http://fabiusmaximus.wordpress.com/>, <http://www.gapminder.org/>

<http://www.globalresearch.ca/> <http://www.imf.org/external/index.htm>, <http://www.indec.gov.ar/> <http://teimagino.com/las-10-mejores-infografias-sobre-la-crisis-financiera-y-bursatil/>

<http://www.mint.com/blog/finance-core/china-vs-united-states-a-visual-comparison/>

<http://thwap.net/2010/02/interesting-us-economic-infographics/> <http://laughingsquid.com/good-infographic-on-the-history-of-the-us-economy/>

<http://www.creditloan.com/infographics/the-history-of-us-government-corporate-bailouts/>

<http://www.iie.com/> <http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/pais/prospectivestudents/pgindex/ipe/>

<http://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan>

<http://www.latinobarometro.org/>

<http://noticias.mecon.gob.ar/>

<http://www.census.gov/retail/> <http://www.morganstanley.com/views/index.html>, <http://www.wto.org/indexsp.htm>

<http://krugman.blogs.nytimes.com/> <http://www.pimco.com/Default.htm>

<http://www.project-syndicate.org/>

<http://www.roubini.com/>

<http://www.conference-board.org/>

<http://www.nber.org/>, <http://www.nytimes.com/> <http://www.worldbank.org/>, <http://www.voxeu.org/>

<http://www.wharton.universia.net/>

<http://www.ft.com/home/us>



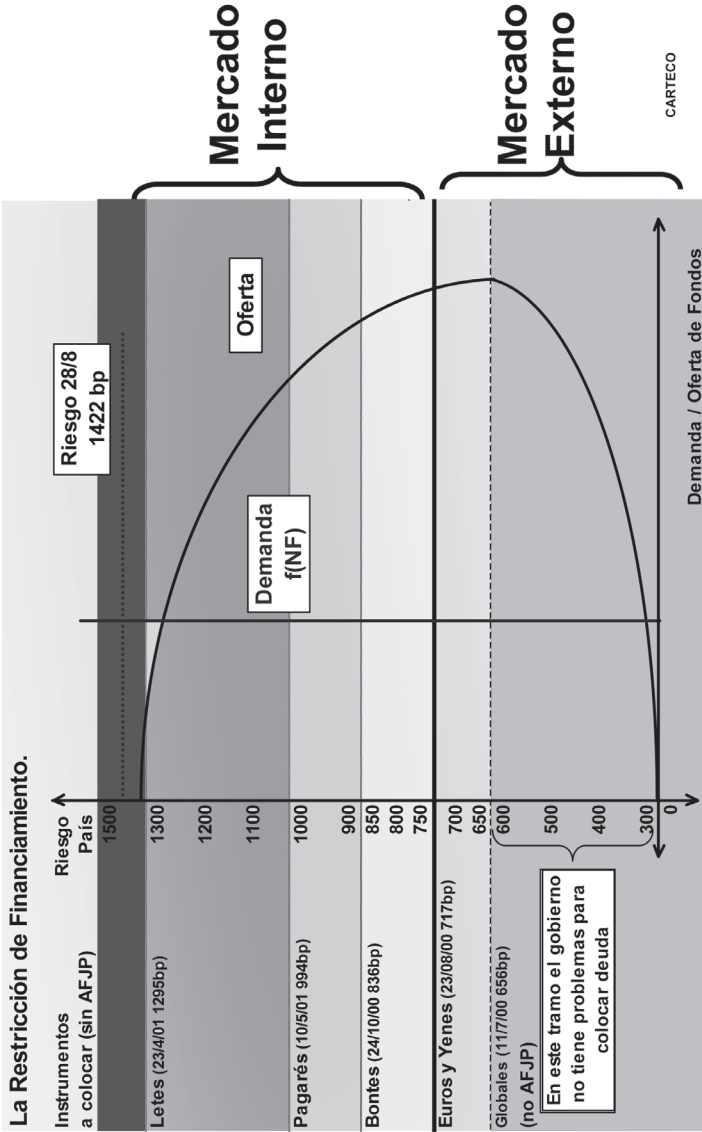
## **ANEXO ARGENTINA**

**Los highlights fueron confeccionados  
con infografías de Carteco**





**ARGENTINA 2000/2001: LUEGO DE 25 AÑOS DE FINANCIAR EL DEFICIT FISCAL CON MAS ENDEUDAMIENTO, SE PRODUJO LA RESTRICCIÓN DE FINANCIAMIENTO PRE DEFAULT Y REESTRUCTURACION**



## REVERSIÓN DE FLUJOS DE CAPITALES

	Prom. Anual 1997-1999	2001(p)	Diferencia
<b>a. Total Cuenta Capital (h + i)</b>	<b>16,582</b>	<b>-9,919</b>	<b>-26,501</b>
b. Financ. Sector Público en los merc. voluntarios	6,893	-5,154	-12,047
- Colocaciones (netas de recompra)	10,806	912	-9,894
- Amortizaciones	3,913	6,066	2,153
c. Financ. Sector Privado No financiero en los merc. vol.	1,332	-2,675	-4,007
- Colocaciones netas de títulos, ON y otros papeles	3,004	-885	-3,889
- Venta a no residentes de activos financieros internos	-1,672	-1,790	-118
d. Financ. Sist. Financiero (coloc., líneas del exterior y otros)	2,069	-152	-2,221
e. Salida de capitales de residentes	-3,490	-10,211	-6,721
- Depósitos de residentes en el exterior	-810	-5,297	-4,487
- Compra de divisas de residentes	-678	-2,924	-2,246
- Inversiones de cartera de residentes en el exterior	-2,002	-1,990	12
f. Inversión extranjera directa	7,257	4,500	-2,757
g. Otros ítems de la cta. capital	1,404	-2,999	-4,579
h. Subtotal (b+c+d+e+f+g)	15,465	-16,691	-32,156
i. Prést. de org. internac. netos de amortizaciones	1,117	6,772	5,655

## ARGENTINA: RESTRICCIÓN DE FINANCIAMIENTO EXTERNO

<b>Con asistencia adicional FMI y Repo</b>	Prom.Annual 1997-1999	2001(p)	Diferencia
<b>a. Total Cuenta Capital (h + i)</b>	<b>16,582</b>	<b>+222</b>	<b>-16,360</b>
b. Financ. S.Público en los merc.voluntarios	7,768	-4,314	-12,082
c. Fin.S. Privado en los merc.voluntarios	1,827	-3427	-5,254
d. Fin.Sist.Finan. en los merc .voluntarios (neto)	2,069	689	-1,380
e. Salida de capitales de residentes	-3,490	-7,483	-3,993
f. Inversión extranjera directa	7,257	4,500	-2,757
g. Otros ítems de la cta. capital	1,547	-498	-2,046
h. Subtotal (b+c+d+e+f+g)	16,978	-10,534	-27,512
i. Prést. de org.internac.netos de amortizac.	-396	10,756	11,152

**RESTRICCIÓN DE FINANCIAMIENTO INTERNA EN ARGENTINA**  
**FINANCIAMIENTO DOMÉSTICO**  
**NETO AL SECTOR PÚBLICO**

	1999	2000	2001 <sup>e</sup>	'01-'00
<b>Bancos</b>	4,419	5,876	140	-5,736
<b>AFJP</b>	2,611	1,950	4,208	2,258
<b>TOTAL</b>	7,030	7,826	4,348	-3,478

**ARGENTINA 2001: CAVALLO AJUSTA EL 13%. RECORTE DE SUELDOS Y JUBILACIONES SUPERIORES A \$500 Y CON AJUSTE EXTRAORDINARIO DE \$150 M. SIN AGUINALDO**

En millones de pesos/dólares

	Concepto	Trim III	Trim IV	Sem II
1	Recaudación 2000	12,506	11,875	24,382
2	Recaudación 2001 con ajuste	11,846	11,819	23,665
3	Déficit SPN antes del Ajuste	970	2,452	3,422
4	Gasto Primario no ajustable	2,845	2,950	5,795
5	Gasto Primario ajustable	6,011	5,832	11,843
6	Suba de impuestos	449	601	1,050
7	Baja de Gastos (13%.Desde \$500)	703	679	1,382
8	Ajuste Total	1,152	1,280	2,432
9	Déficit SPN remanente	-182	1,172	991
10	Déficit SPN Remanente acumulado	-182	1,172	991
11	% Ajuste Total	13	30	22
12	Ajuste adicional	0	991	991
13	Déficit Acumulado	-182	182	0

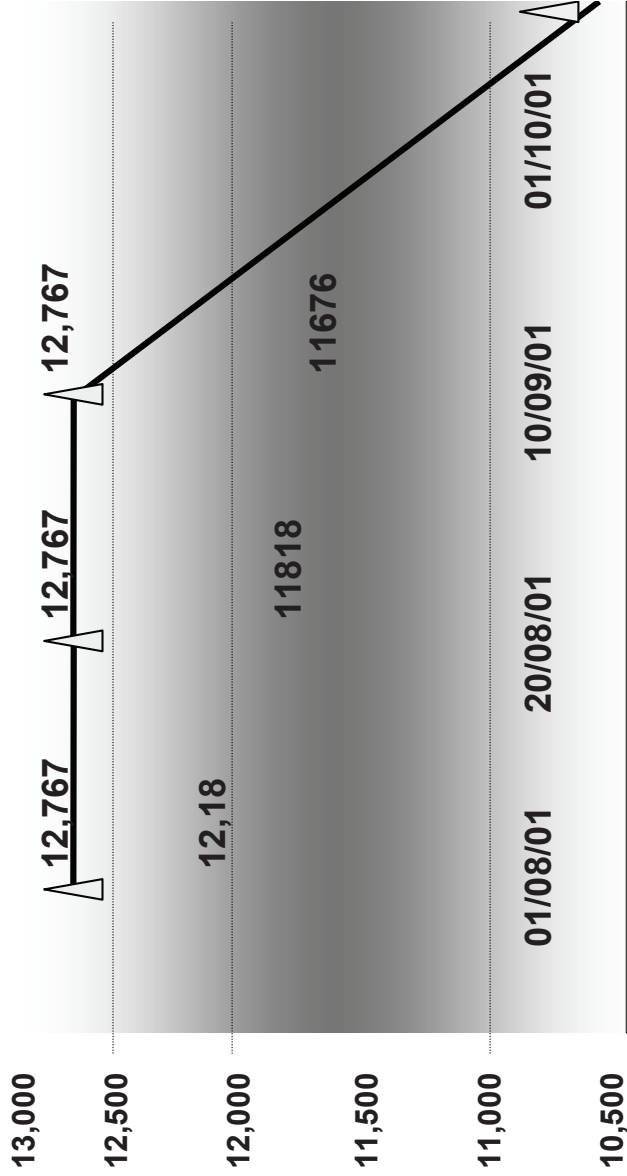
**ARGENTINA 2001: LA INVIABILIDAD DE IMPONER REGLA  
DE DÉFICIT CERVO DE CAVALLLO POR SUS IMPLICANCIAS**

**DÉFICIT A COEFICIENTE  
AJUSTAR DE AJUSTE**

<b>ESCENARIO 1</b>		
<b>RECORTE EN REMUNERACIONES Y JUBILACIONES SUPERIORES A \$500</b>	<b>S/ AGUINALDO</b>	<b>991</b>
		<b>30%</b>
<b>ESCENARIO 2</b>		
<b>RECORTE EN REMUNERACIONES Y JUBILACIONES SUPERIORES A \$500</b>	<b>C/ AGUINALDO</b>	<b>2,036</b>
		<b>45%</b>
<b>ESCENARIO 3</b>		
<b>RECORTE EN REMUNERACIONES Y JUBILACIONES SUPERIORES A \$1,000</b>	<b>S/ AGUINALDO</b>	<b>1,397</b>
		<b>45%</b>
<b>ESCENARIO 4</b>		
<b>RECORTE EN REMUNERACIONES Y JUBILACIONES SUPERIORES A \$1,000</b>	<b>C/ AGUINALDO</b>	<b>2,413</b>
		<b>66%</b>

### ARGENTINA 2001: MAS RECESION, ES MENOS RECAUDACION

CÓMO VARIARON LAS ESTIMACIONES DE LA RECAUDACIÓN PARA EL TRIM. IV?





**DESEQUILIBRIO FISCAL LIMITE EN ARGENTINA**  
**RECAUDACIÓN EN EL 2001 NO AYUDA**

en millones de pesos/dólares

Período	2001		2000	Var. relativas	
	con Imp.Créd. (1)	sin Imp.Créd. (2)	(3)	(1)/(3)	(2)/(3)
<i>Trim I</i>	11,305	11,305	11,663	-3.1	-3.1
<i>Trim II</i>	12,818	12,059	13,058	-1.8	-7.7
Jul	3,858	3,553	4,226	-8.7	-15.9
Ago	4,064	3,688	4,209	-3.4	-12.4
Sep	3,503	3,143	4,072	-14.0	-22.8
<i>Trim III</i>	11,424	10,383	12,507	-8.7	-17.0
Oct	3,757	3,361	4,023	-6.6	-16.5
Nov	3,717	3,321	3,921	-5.2	-15.3
Dic	3,878	3,536	3,931	-1.3	-10.0
<i>Trim IV</i>	11,352	10,218	11,875	-4.4	-14.0
<i>Annual</i>	46,900	43,965	49,103	-4.5	-10.5

## SITUACIÓN FISCAL REQUIERE SACRIFICIOS IMPOSIBLES

### Presupuesto 2002 – Inviabiles alternativas de Ajuste Explicito en millones de pesos

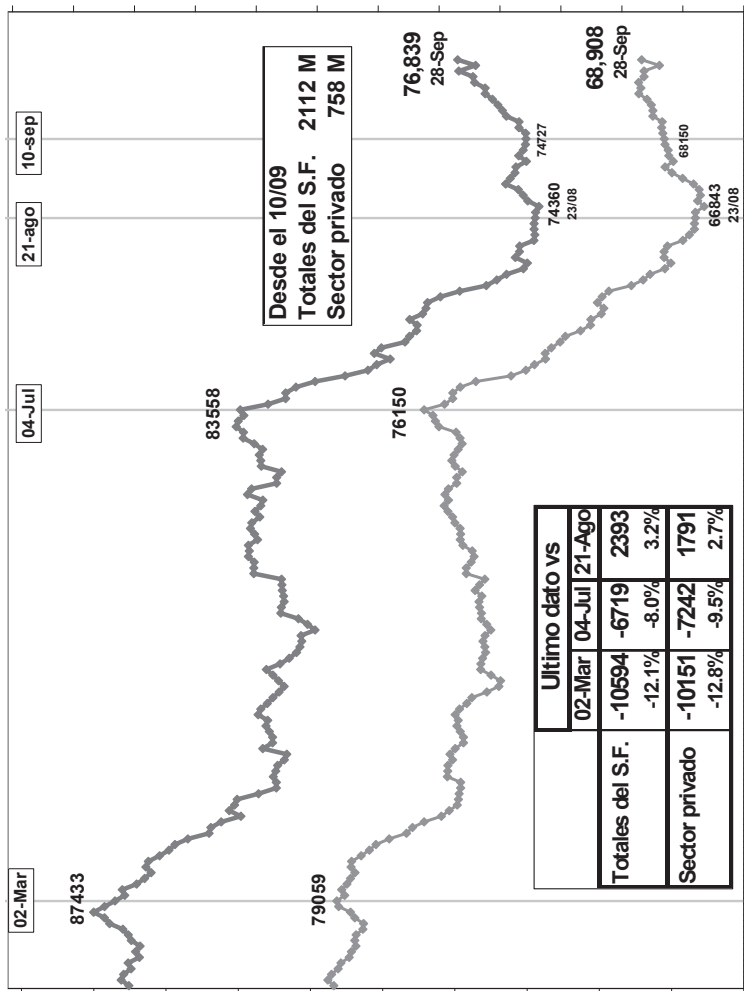
(1) Magnitud del Ajuste explicito (2)+(3)+(4)	→	<b>3,189</b>
(2) Ajustes Estructurales	{	
(a) Eliminación del Fondo de Incentivo Docente		660
(b) Eliminación del Fondo ATN		80
(c) Reforma del Sistema de Asig. Familiares		600
(d) Reorganización de la ANSES		257
(e) Reducción Garantía FONAVI		300
(f) Reforma política		54
(g) Transf. Policía Fed. y Justicia Ord. a la C. Bs. As		110
<b>Total Ajustes Estructurales</b>		<b>2,061</b>
(3) Ajustes Direccionados	{	
(a) Reducc. de Transf. a Universidades		199
(b) Eliminación de Subsidios a la Producción		168
(c) Eliminación de Subsidios a la Inversión		108
(d) Reestruc. de Org. de Seg., Defensa y S. Externo		125
(e) Tope Salarial y Reducciones de contratos		90
(f) Financ. Compartido de Hospitales (Pcia. Bs. As.)		32
(g) Ajustes menores y Reest. de Organismos		117
<b>Total Ajustes Direccionados</b>		<b>839</b>
(4) Otros Ajustes (Reducción de Aguinaldos?)		<b>289</b>

## SISTEMA FINANCIERO, DEPÓSITOS PRIVADOS CAEN

	Cuentas corrientes total		Caja de ahorro total		Plazo fijo			Depositos sector privado	
	pesos	dólares	pesos	dólares	pesos	dólares	Total	pesos	dólares
02/03/01	9179	13733	11899	44248	56147	27548	51511	79059	
04/07/01	9435	12919	10102	43694	53796	24636	51514	76150	
21/08/01	9073	11042	8566	38436	47002	20565	46552	67117	
23/08/01	8519	11092	8603	38608	47211	20280	46542	66822	
10/09/01	8251	11922	8548	39429	47977	20573	47577	68150	
26/09/01	8403	11495	8447	40482	48929	20040	48787	68827	
27/09/01	8023	11399	8397	40492	48889	19800	48511	68311	
28/09/01	7885	11975	8411	40637	49048	19878	49030	68908	

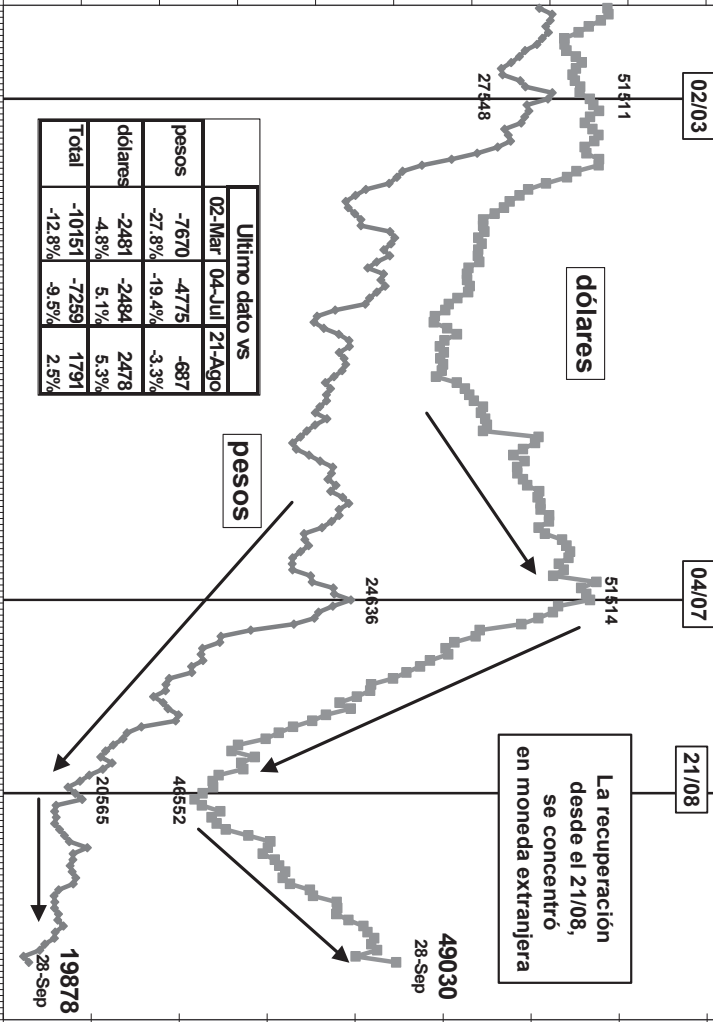
	1 día	U.d. vs 10 sep	U.d. vs 21 ago	U.d. vs 4 Jul	U.d. vs 2 mar
	-138	-366	-1188	-1550	-1294
	576	53	933	-944	-1758
	14	-137	-155	-1691	-3488
	145	1208	2201	-3057	-3611
	159	1071	2046	-4748	-7099
	78	-695	-687	-4758	-7670
	519	1453	2478	-2484	-2481
	597	758	1791	-7242	-10151
		-4.4%	-13.1%	-16.4%	-14.1%
		0.4%	8.4%	-7.3%	-12.8%
		-1.6%	-1.8%	-16.7%	-29.3%
		3.1%	5.7%	-7.0%	-8.2%
		2.2%	4.4%	-8.8%	-12.6%
		-3.4%	-3.3%	-19.3%	-27.8%
		3.1%	5.3%	-4.8%	-4.8%
		1.1%	2.7%	-9.5%	-12.8%

# 2001: DEPÓSITOS EN EL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO



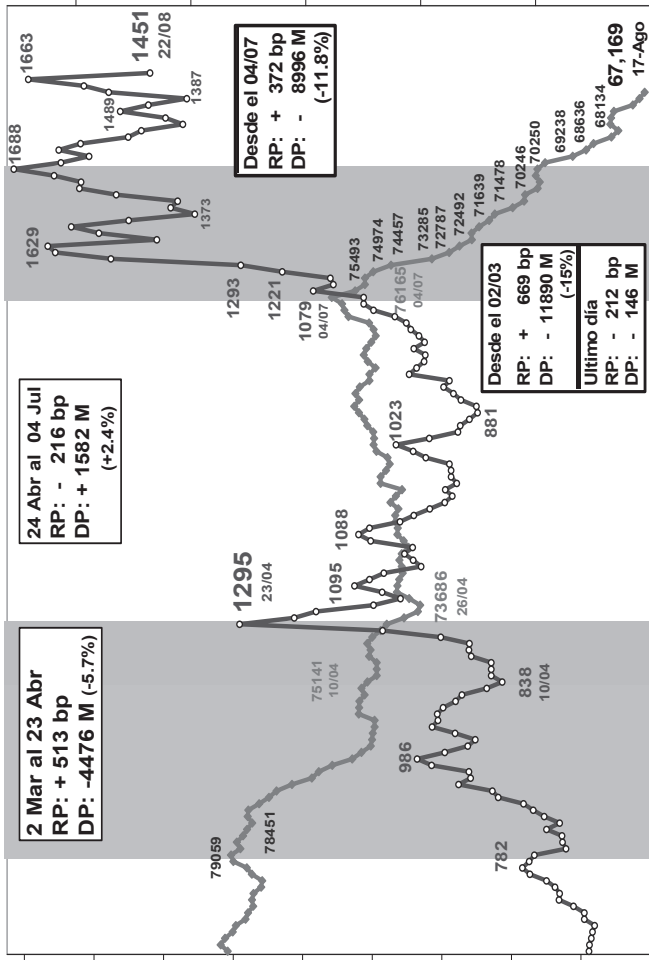
— Depósitos totales del SF      — Depósitos del sector privado

## 2000-2001 ARGENTINA: DEPÓSITOS PRIVADOS EN PESOS Y DÓLARES (DATOS DIARIOS DESDE 07-09-00)



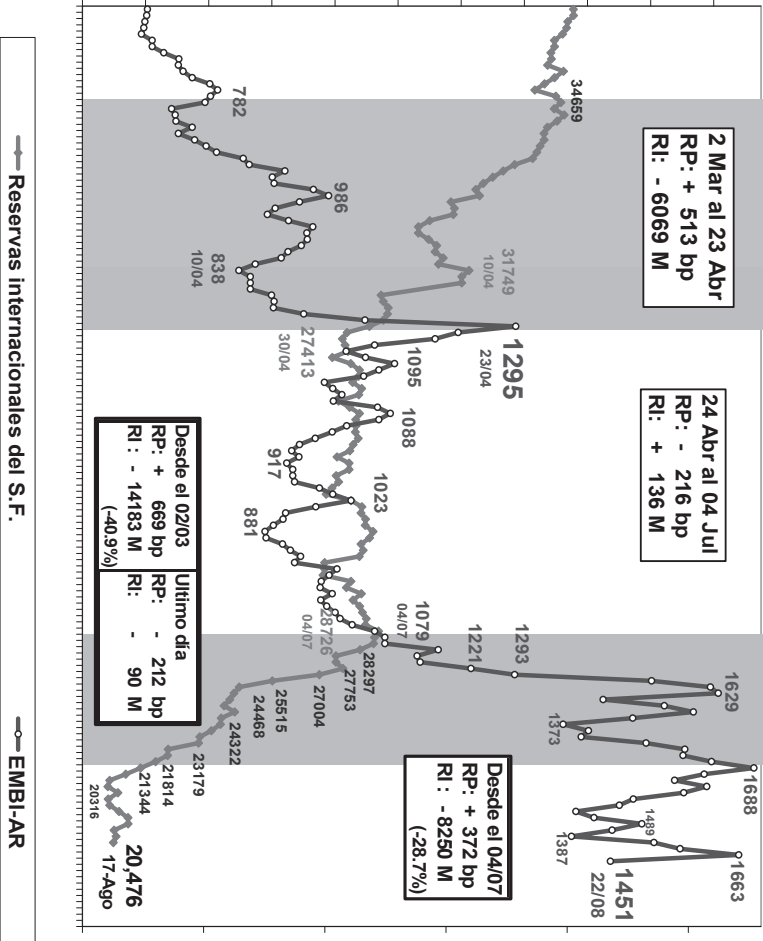
# ARGENTINA 2001: COMPORTAMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO

## RIESGO PAÍS Y DEPÓSITOS PRIVADOS

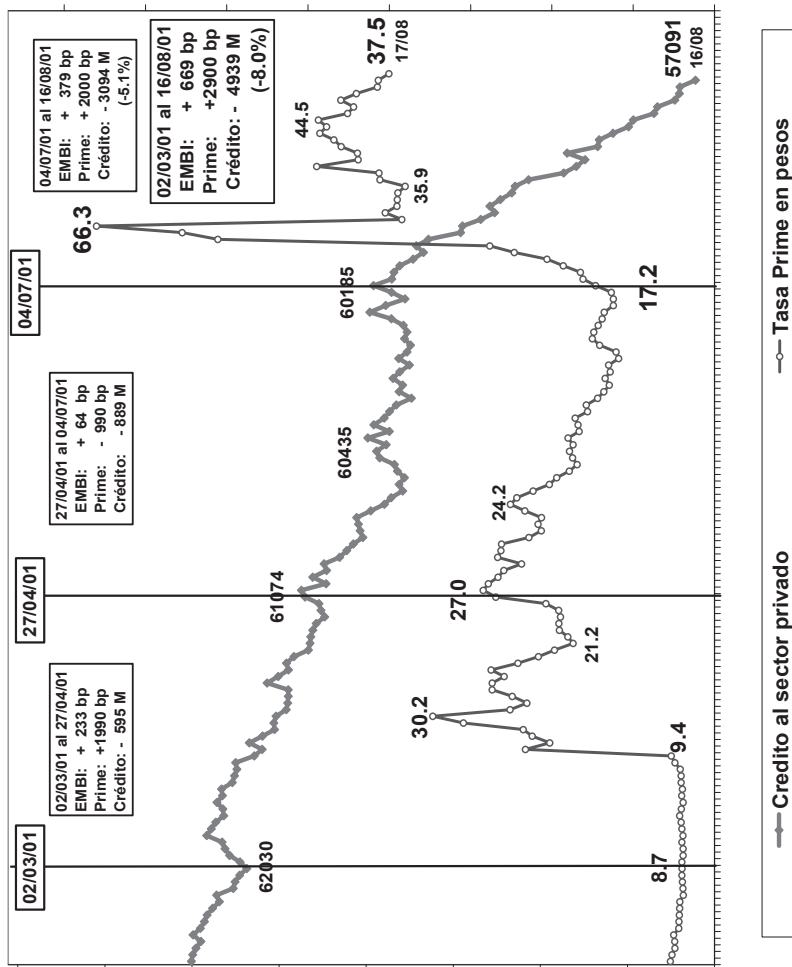


—○— Depositos del sector privado      —○— EMBI-AR

**ARGENTINA 2001 : RIESGO PAÍS Y RESERVAS INTERNACIONALES**



**ARGENTINA 2001: CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO Y TASA PRIME EN PESOS**





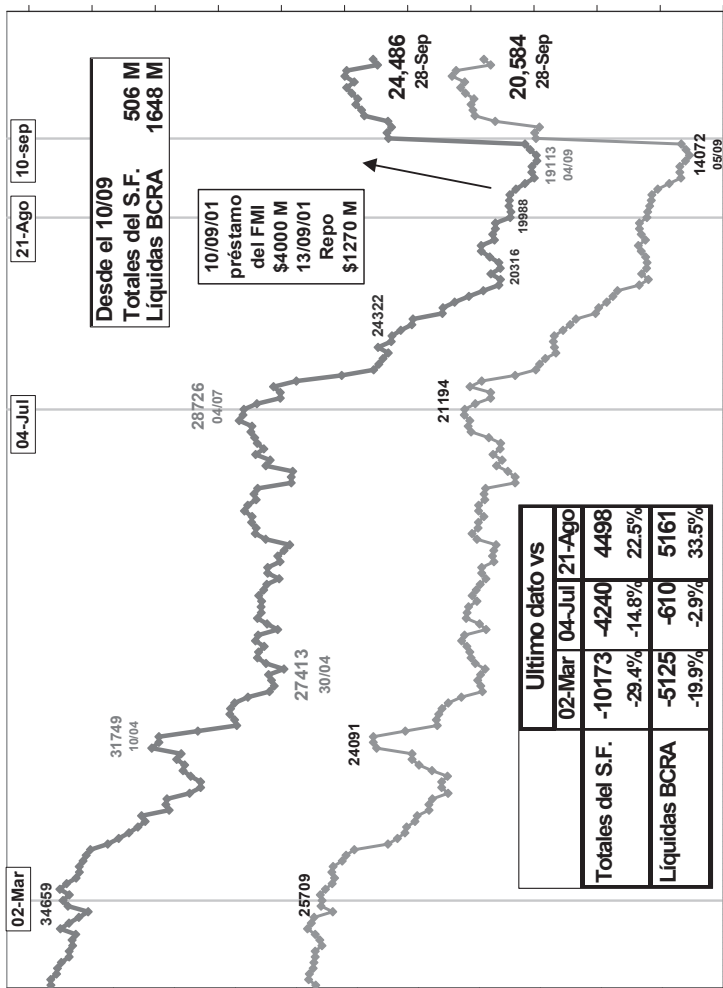
## ARGENTINA 2001

Principales variables del sistema financiero	2 de marzo	16 de agosto
<b>Depósitos totales, en mill.</b>	<b>87,433</b>	<b>74,323</b>
variación acumulada desde 31 dic.: 2000	1,448	-11,662
variación %	1.7	-13.6
<b>Crédito al s. privado, en mill.</b>	<b>62,030</b>	<b>57,091</b>
variación acumulada desde 31 dic.: 2000	-1,063	-6,002
variación %	-1.7	-9.5
<b>Reservas del sistema financiero, en mill.</b>	<b>33,174</b>	<b>18,785</b>
variación acumulada desde 31 dic.: 2000	709	-13,680
variación %	2.2	-42.1
<b>Reservas oro y divisas del BCRA, en mill.</b>	<b>25,709</b>	<b>15,602</b>
variación acumulada desde 31 dic.: 2000	561	-9,546
variación %	2.2	-38.0
<b>Ratio de convertibilidad</b>		
Reservas oro y divisas /pasivos financieros	100.4	97.4
Reservas oro y divisas /cir.monetaria + dep. en pesos en BCRA	181.3	114.4
Reservas oro y divisas / pasivos financieros + pasas activos	100.4	86.7

HASTA EL 16 DE AGOSTO DE 2001, LA  
CANCELACIÓN DE CRÉDITO DEL SECTOR  
PRIVADO ERA EQUIVALENTE AL 50% DE DE  
LA PÉRDIDA DE DEPÓSITOS

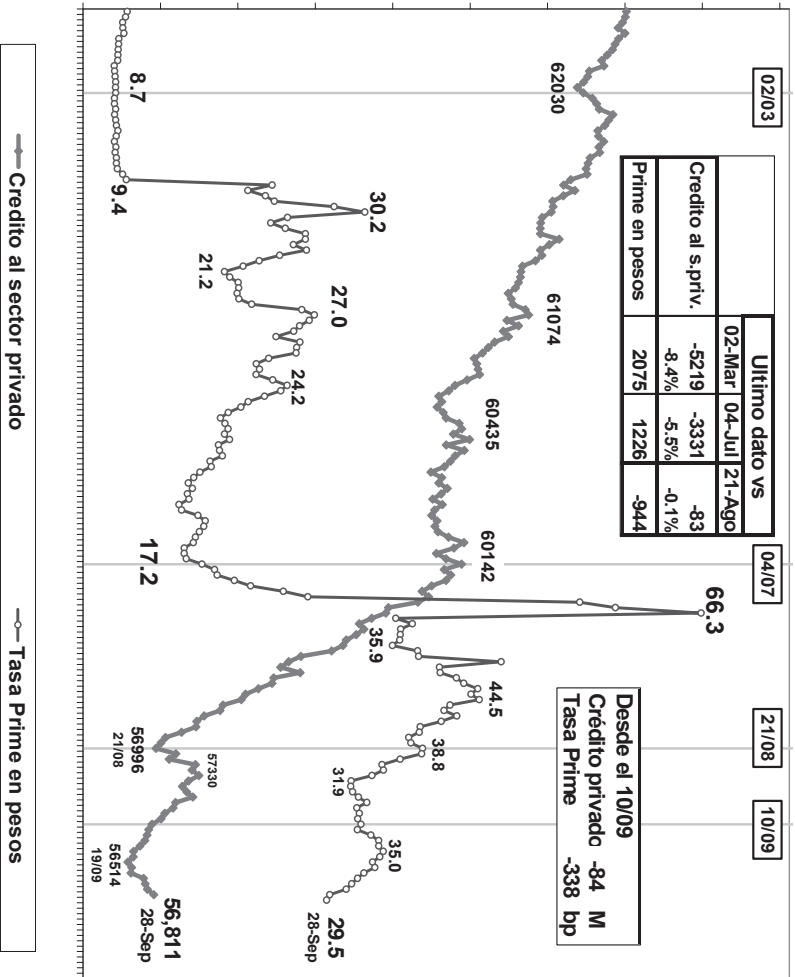
LA PÉRDIDA DE RESERVAS  
2001, FUE POR SALIDA DE  
DEPÓSITOS Y DEBIDA AL  
FINANCIAMIENTO DEL BCRA  
AL SECTOR PÚBLICO.

# ARGENTINA 2001: RESERVAS INTERNACIONALES

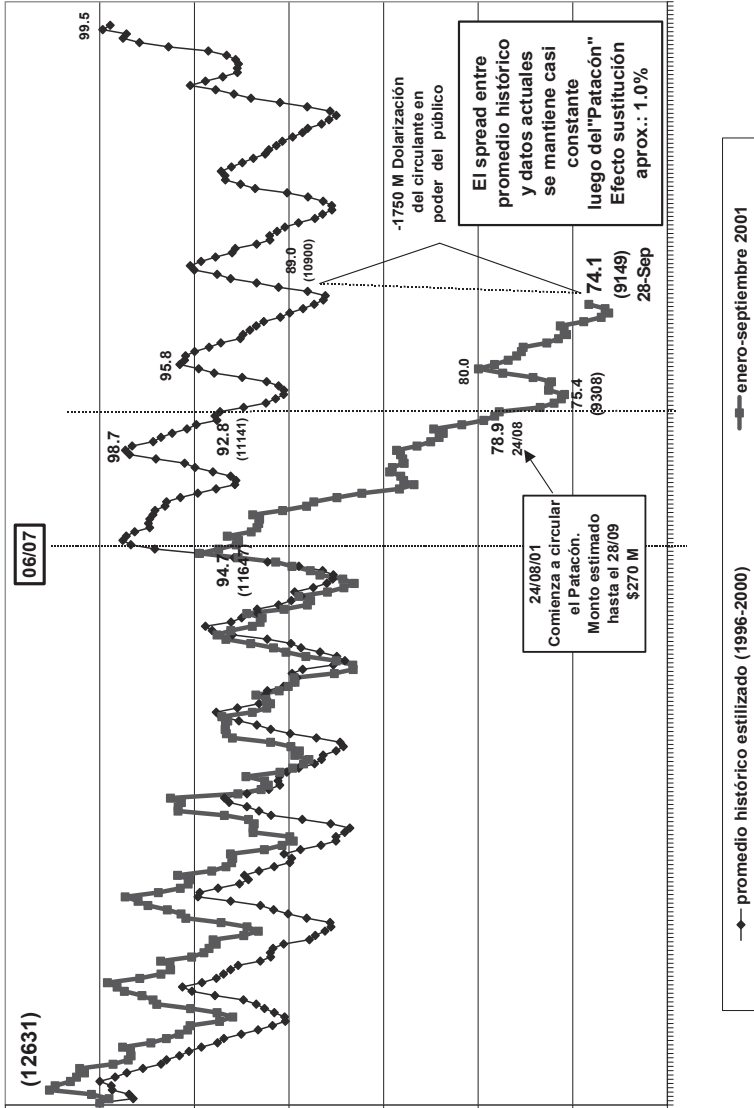


— Reservas internacionales del S.F.      — Reservas líquidas del BCRA

# ARGENTINA 2001: CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO Y TASA PRIME EN PESOS



# ARGENTINA: BILLETES Y MONEDAS ENERO-SEPTIEMBRE (AÑO 2001 vs PROMEDIO HISTÓRICO DIARIO 1996-2000)



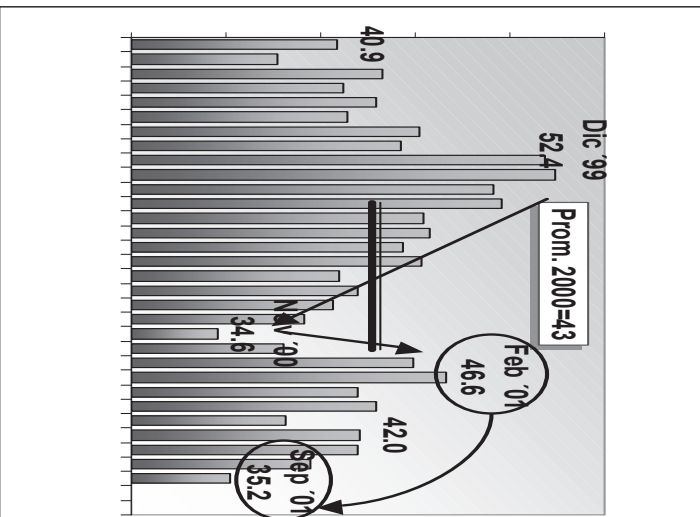
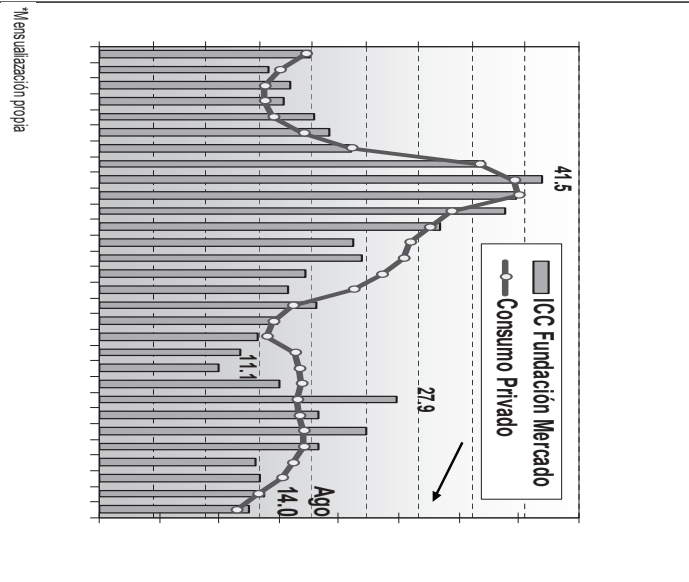
## ARGENTINA: EL IMPACTO DE LA CRISIS LA ABRUPTA CAIDA DE AGOSTO 2001

	Industria Automotriz			Producción Industrial			Construcción	
	Produc. Int.	Vtas. Merc.	Expo	EMI INDEC	IPI FIEL	IPI CARTECO	ISAC INDEC	Despachos de Cemento
	(Unidades)			(1993=100)	(1986=100)		(1993=100)(Miles tons)	
Jul 2001	23,321	15,452	10,314	108.0	106.4	123.7	102.7	452,151
Ago 2001	19,023	15,482	14,191	105.6	106.4	122.7	100.1	449,439
Var. a/a	-37.4	-41.5	0.4	-6.0	-5.3	-4.7	-12.0	-16.8
Var. m/m des.	-26.5	-4.4	16.9	-3.6	-3.1	-3.8	-13.4	-5.6
J-A (2001 vs 2000)	-28.2	-40.6	-12.1	-4.3	-3.0	-3.5	-3.9	-10.2
J-A vs IIT 2001 des.	-25.9	-5.7	-30.1	-3.6	-2.5	-2.4	-4.4	-5.3

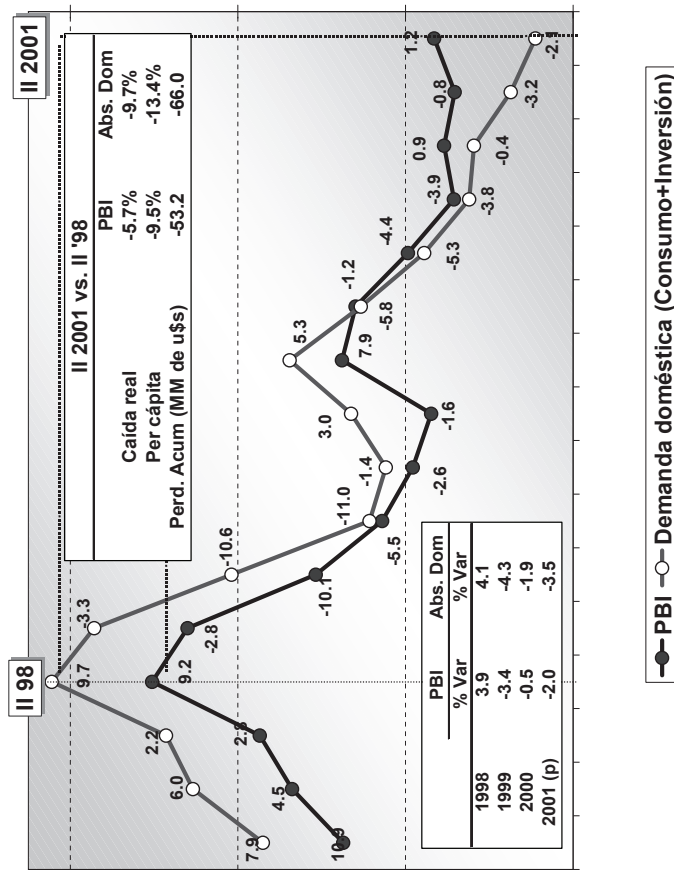
## ARGENTINA: EL IMPACTO DE LA CRISIS LA ABRUPTA CAÍDA DE AGOSTO 2001

	Comercio Minorista		Serv. Públicos	Índices de Confianza			Empleo
	Ventas en Supermerc. Centers	Ventas en Shopp. Centers		Consumidores	Empresarios (persp. próx. meses)	Índice de Demanda de Trab.	
	(Mill \$)	(Mill. \$)	(1996=100)	UTDT	Fundación Mercado	FIEL	Min. De Trabajo
Jul 2001	1,144	145.6	145.0	41.9	15.5	6	96.8
Ago 2001	1,097	120.8	137.6	39.4	14.0	-7	95.6
Sept 2001				35.2			
Var. a/a	-5.1	-16.2	-5.0	-5.4	-2.7	-28.0	-3.0
Var. m/m des.	-0.8	-2.5	-3.1	-4.2	-1.5	-13.0	-1.3
J-A (2001 vs 2000)	-6.3	-19.6	-2.7	-2.3	-3.8	-22.0	-2.4
J-A vs IIT 2001 des.	-1.5	-2.2	-2.4	-2.2	-2.0	-15.5	-1.6

**ARGENTINA 1999-2001: EXPECTATIVAS DE CONSUMIDORES Y EMPRESARIOS 3 MESES ANTES DEL DEFAULT Y FUNDACIÓN MERCADO (AGOSTO) Y U. T. DI TELLA (SEPTIEMBRE)**

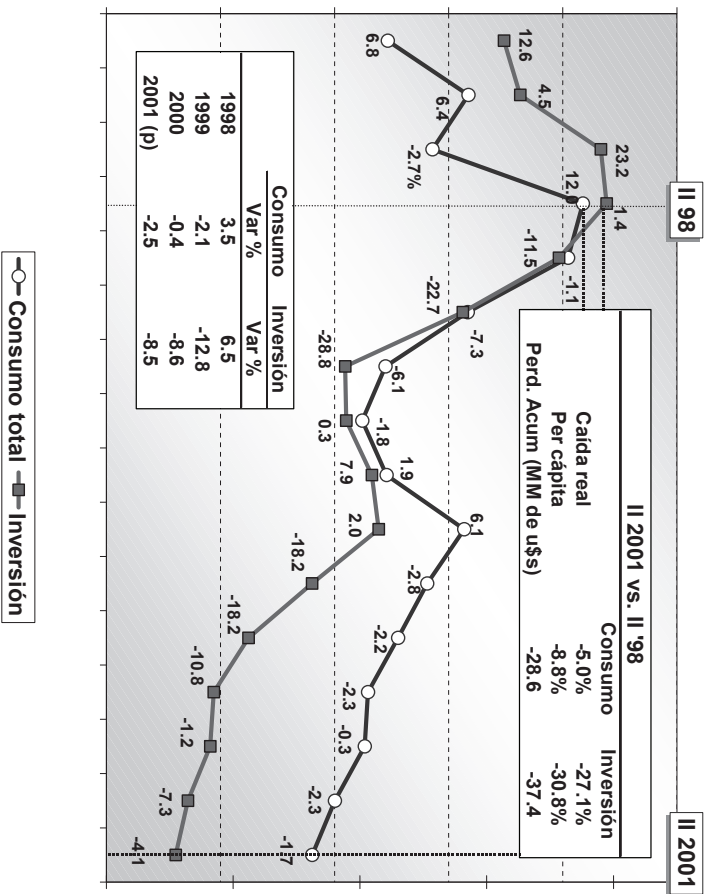


# ARGENTINA 6 MESES ANTES DEL DEFAULT: NIVEL DE ACTIVIDAD DE LOS ULTIMOS 12 TRIMESTRES (1998-2001)



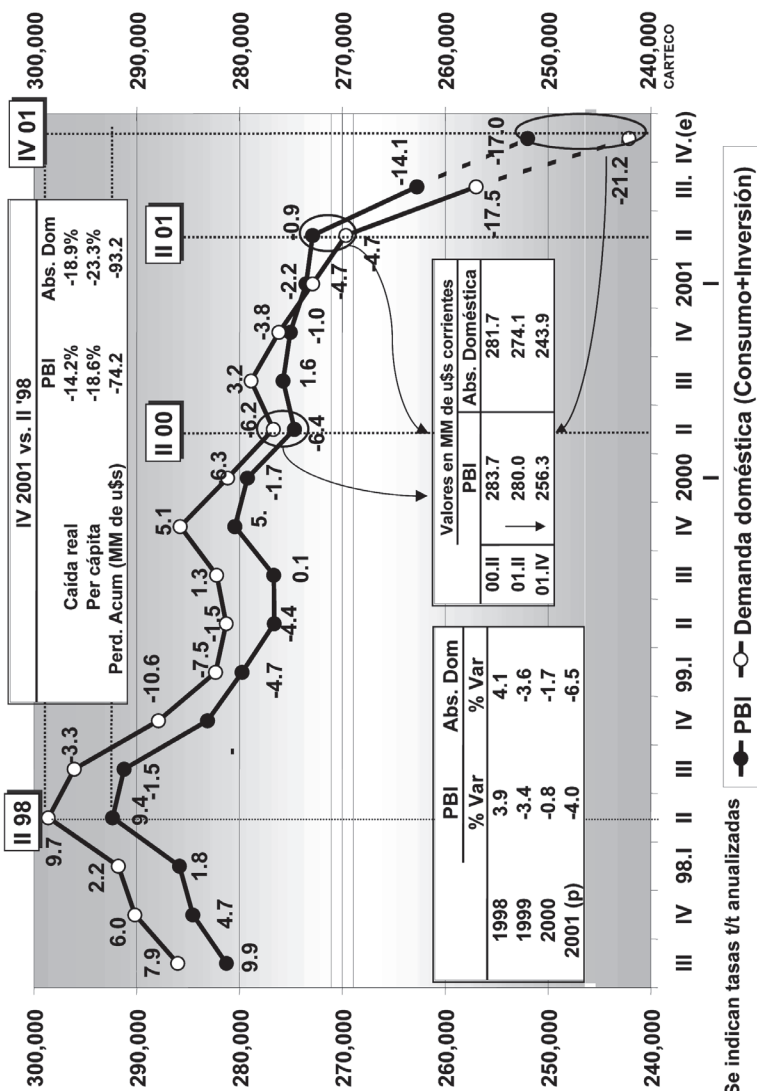


# ARGENTINA: EL NIVEL DE ACTIVIDAD 6 MESES ANTES DEL DEFAULT (1998-2001)



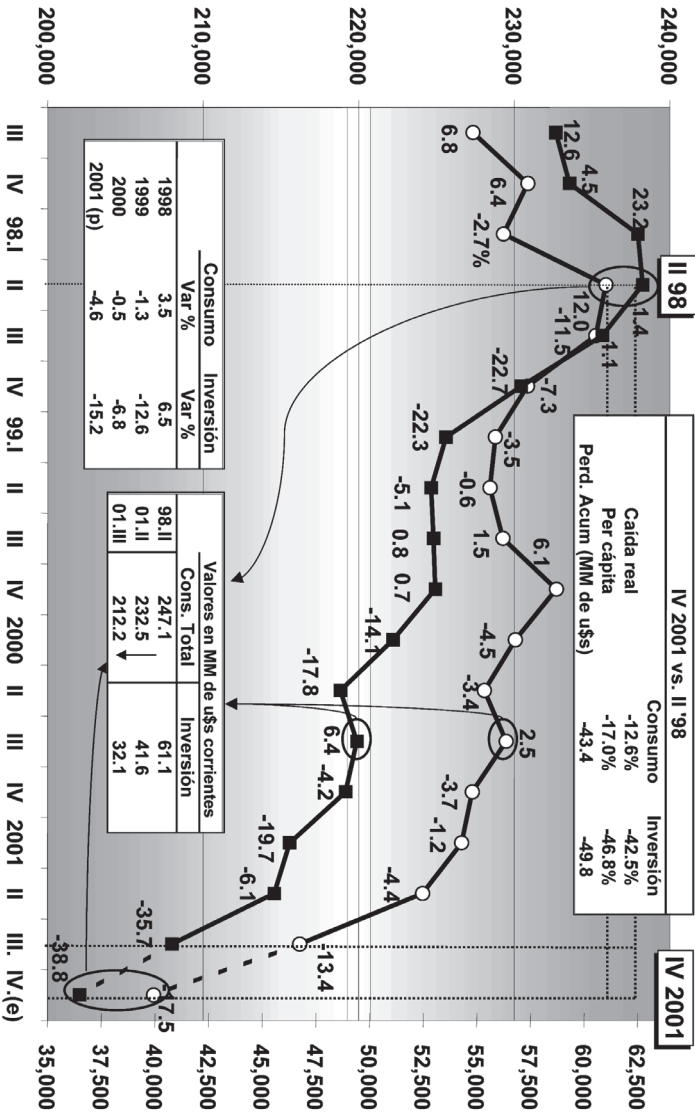
# CAÍDA DEL NIVEL DE ACTIVIDAD (1998-2001)

## PBI y Demanda Doméstica - series desestac en M de \$ de 1993



# ARGENTINA: CAÍDA DEL NIVEL DE ACTIVIDAD COMENZO CON LOS AJUSTES Y LOS SHOCKS EXTERNOS

Consumo Total e Inversión - series desestac en M de \$ de 1993



\* Se indican tasas t/ anualizadas

○ Consumo total —■ Inversión

**ARGENTINA: RESULTADO FISCAL: AÑO 2001**  
en millones de pesos/dolares

Concepto	2001 Oficial (dev) (I)	2001 carteco caja (II)	2000 oficial (III)	1999 oficial (IV)	Var (I) vs (III) M\$	%	Var (I) vs (IV) M\$	%
<b>1 Ingresos Totales</b>	40,546	39,641	42,666	44,529	-2,120	-5	-3,982	-9
Ing. Tributarios	36,751	35,987	38,409	36,628	-1,658	-4	123	0
Otros Ingresos	3,796	3,654	4,257	7,901	-461	-11	-4,105	-52
<b>2 Gasto Primario</b>	40,451	38,604	39,801	41,074	650	2	-622	-2
Consumo	10,843	10,003	10,344	11,185	499	5	-343	-3
Jubilaciones	16,553	16,972	17,431	17,436	-879	-5	-884	-5
Transferencias	11,766	10,882	11,325	11,465	441	4	302	3
Gasto de Capital	496	658	685	973	-189	-28	-477	-49
Otros Gastos	794	90	16	14	778	4,894	780	5,377
<b>3 Superávit Prim. (1-2)</b>	95	1,037	2,865	3,455	-2,770	-97	-3,360	-97
<b>4 Intereses</b>	11,001	10,237	9,656	8,224	1,344	14	2,777	34
<b>5 Rdo. Global (3-4)</b>	-10,906	-9,200	-6,792	-4,769	-4,114	61	-6,137	129

## LA DEUDA ARGENTINA A REESTRUCTURAR AL 31-12-03

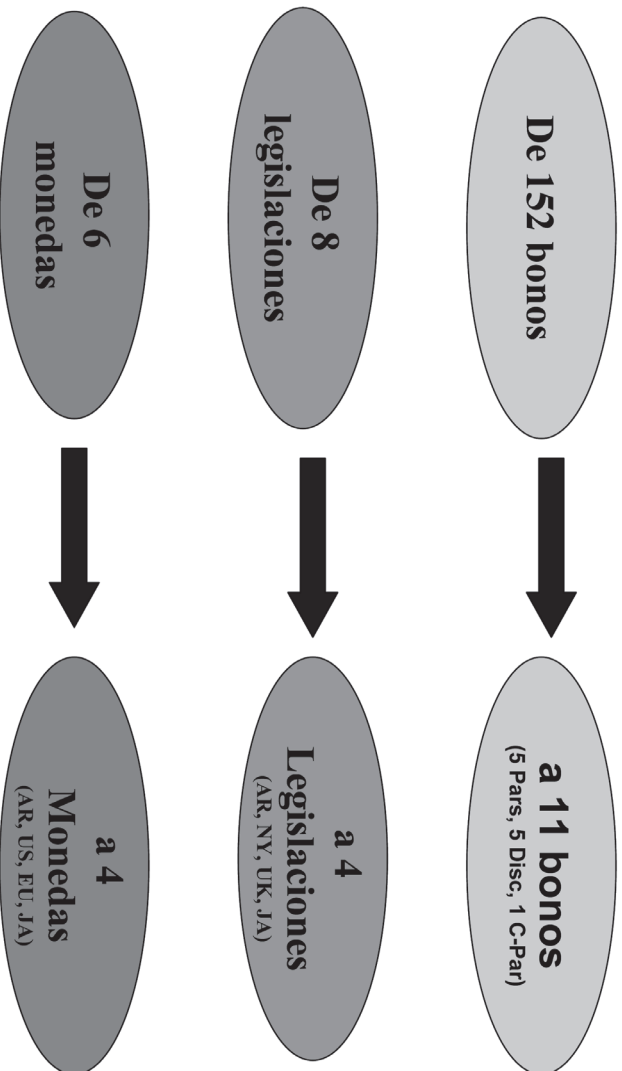
Datos al 31/12/03 - en u\$s M	Capital V Resid. I	Atrasos interés * II	Total III
<b>Deuda en default a reestructurar</b>	88.3	18.7	107.0
Deuda elegible (con quita)	81.2	18.2	99.4
Resto (sin quita)	7.1	0.5	7.6
Bilaterales	6.1	0.4	6.5
Bancos com.	0.7	0.1	0.8
Otros	0.3	0.0	0.3
<b>Deuda no en default</b>	80.5	0.0	80.5
Préstamos nacionales garantizados	14.1	0.0	14.1
Bonos provinciales garantizados	9.7	0.0	9.7
BODENS	18.0	0.0	18.0
Organismos Internac.	32.1	0.0	32.1
Otros	6.6	0.0	6.6
<b>Total deuda</b>	168.8	18.7	187.5
<b>En % del PBI</b>	131.6		146.2

**ARGENTINA EN 2005: CON EL CANJE, EL GOBIERNO LOGRÓ  
UNA QUITA EN VALOR PRESENTE DEL 65.2%**

u\$s M	Deuda vieja	Ofertas	Emisión
Par		20,337	15,000
CuasiPar		15,001	8,329
Discount		26,980	11,932
x demanda pura			9,094
x demanda derivada de Par			1,799
x demanda derivada de CuasiPar			1,040
<b>Total</b>	<b>81,836</b>	<b>62,318</b>	<b>35,261</b>

<b>Porcentaje de adhesión</b>	<b>76.15%</b>
<b>Porcentaje de adhesión sin inversores inst.locales</b>	<b>67.38%</b>
a. Nueva deuda que se emitirá	35,261
b. Ofertas recibidas (bonos viejos entregados)	62,318
c. Quita VN implícita {(a/b)-1}	43.4%
d. Quita en términos de valor presente	65.2%
Hold outs	19,518
e. Deuda elegible sin atrasos de interés	81,836
f. Quita VN implícita {(a/e)-1}	56.9%
g. Deuda elegible con atrasos de interés	102,566
h. Quita implícita {(a/g)-1}	65.6%

**CON LA REESTRUCTURACION DE LA DEUDA,  
SE SIMPLIFICO EL STOCK DE DEUDA ARGENTINA**



**CON LA REESTRUCTURACION DE LA DEUDA SE LOGRO UNA MENOR  
TASA DE INTERÉS IMPLÍCITA EN ARGENTINA**

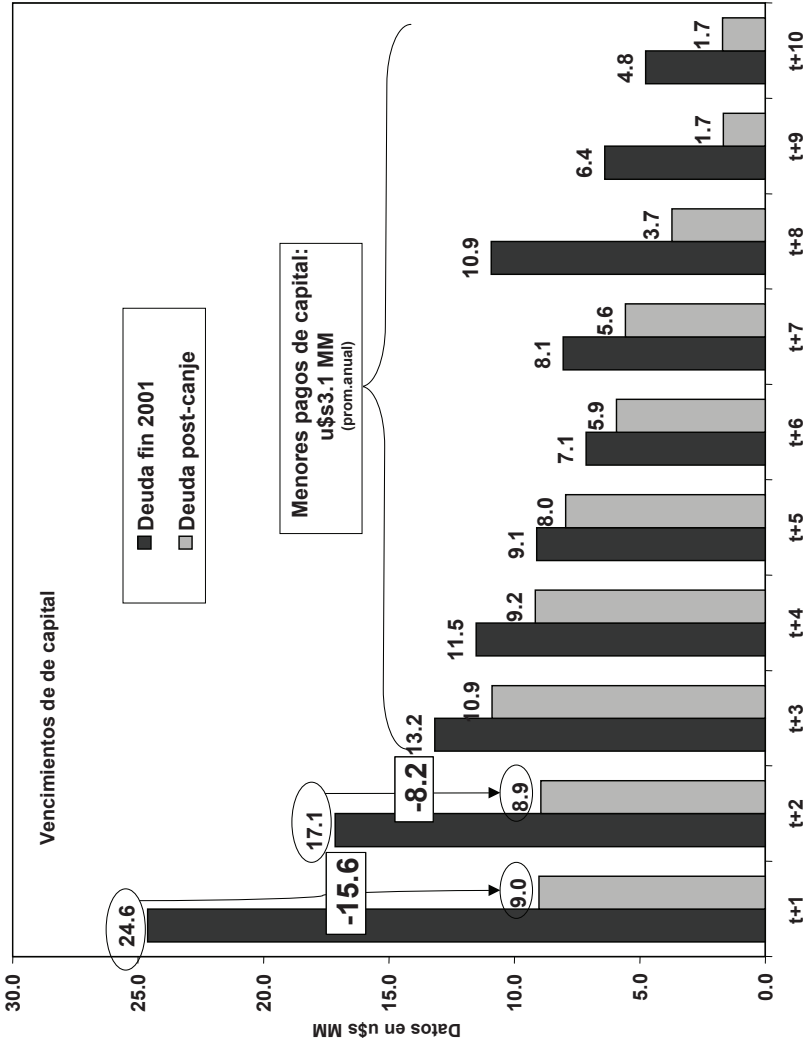
Deuda del SPN en u\$s MM	Post- Megacanje		Pre-Default		Post-Canje	
	AI 31/09/01	AI 31/12/01	Tasa de interés implícita		Tasa de interés implícita	
Tipo de Deuda	caja	devengada	caja	devengada	caja	devengada
<b>IFI's</b>	5.9%	5.9%	4.8%	4.8%	4.4%	4.4%
<b>Reestruct.pre-canje (PG's)</b>	0.0%	0.0%	4.1%	6.5%	4.2%	4.8%
<b>Emitida post-deval. (Boden-Bogar)</b>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	2.1%
<b>Reestructurada (Par, Disc, C-par)</b>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	4.3%
<b>En default (antes del '02 se pagaba)</b>	9.9%	10.9%	8.0%	8.7%	0.6%	0.6%
<b>Stock s/hold outs</b>	9.0%	9.7%	6.1%	7.2%	2.6%	3.6%
<b>% del PBI (Obs.y Oficial)</b>	9.9%	10.7%	6.9%	8.1%	1.9%	2.6%
PBI dólares (TCR 2.10\$/u\$s)	128.0		128.0		173.0	173.0
<b>% del PBI <small>CARTECO</small></b>	4.7%	5.1%	3.3%	3.9%	1.9%	2.6%
PBI dólares (valores ctes.)	268.7		268.7		176.2	176.2



CON LA REESTRUCTURACION DE LA DEUDA SE LOGRO UNA DEUDA MAS "PESIFICADA Y ARGENTINIZADA", PERO INDEXADA

Datos u\$s M	Post-Megacanje		Pre-Default		Post-Canje	
	Stock 30/09/01	% tot.	Stock 31/12/01	% tot.	Stock 30/04/05	% tot.
	u\$s MM		u\$s MM		u\$s MM	
<b>Por moneda:</b>						
<b>Pesos</b>	3.5	2%	4.3	3%	46.4	37%
<b>Sin CER</b>	3.5	2%	4.3	3%	4.4	4%
<b>Con CER</b>	0.0	0%	0.0	0%	41.9	33%
<b>Dólares</b>	100.1	71%	95.3	66%	45.7	37%
<b>Euros</b>	27.5	20%	21.7	15%	17.5	14%
<b>Yenes</b>	7.4	5%	4.3	3%	2.5	2%
<b>Resto</b>	2.8	2%	18.8	13%	13.2	11%
<b>Por legislación:</b>						
<b>Argentina</b>	25.7	18%	58.8	41%	64.8	52%
<b>Extranjera</b>	118.7	82%	85.7	59%	60.5	48%
<b>Total</b>	141.3	100%	144.5	100%	125.3	100%

# ARGENTINA: CON LA REESTRUCTURACION DE LA DEUDA SE LOGRO UN CRONOGRAMA DE VENCIMIENTOS MÁS FAVORABLE



## ARGENTINA: CON LA REESTRUCTURACION DE LA DEUDA SE LOGRO UNA DEUDA EN TÉRMINOS DE VALOR PRESENTE INFERIOR AL DE OTROS PAISES LATINOAMERICANOS

Datos en % del PIBI	Brasil**	Argentina*	Uruguay
<b>Deuda pública bruta*</b>	72.2%	71.1%	98.6%
Doméstica (en manos de residentes)	60.2%	33.3%	18.7%
Externa (en manos de no residentes)	12.0%	37.8%	79.8%
<b>Tasa de interés prom.</b>	13.7%	3.6%	6.0%
<b>Vida promedio ***</b>	4.0	14.9	6.3
<b>Valor presente (10%) ***</b>	80.6%	56.1%	80.5%
<b>Valor presente a tasa de mercado ***</b>	87.7%	56.1%	89.1%
Tasa de mercado	7.3%	10.0%	8.1%
Riesgo país implícito	329	549	384
<b>Riesgo país</b>	<b>429</b>	<b>549</b>	<b>401</b>

\* Sin hold-outs

\*\* La deuda pública neta de Brasil es del 51.9% del PIBI. Para pasar de la deuda neta a la deuda bruta se incluyen los depósitos del gobierno en el Baeen, el colchón financiero aplicable para el programa financiero del Tesoro y otros créditos a favor del gobierno central.

\*\*\* Estimaciones muy preliminares.

Los datos de Brasil están calculados a dic'04.

## ÍNDICE

Prefacio .....	7
Argentina daba manotazos de ahogado .....	7
Consideraciones y recomendaciones claves para el acontecer de Europa .....	11
Introduccion .....	13
Los riesgos de extrapolar modelos .....	13
El concepto de bien común .....	15
Cómo se fue formando la “economía disneylandia” .....	22
Podríamos ver una estampida en EE.UU. ....	22
Un Disney World Propio, Editorial Revista Fortuna .....	25
Peligroso: “Populismo Financiero” .....	27
La mentira tuvo patas largas .....	32
Europa y la deuda pública .....	34
Argentina 2001, España 2011 .....	36
Las empresas que ganan no compiten con nadie (en Argentina)....	38
Embobamiento y Fanatismo (en Argentina) .....	44
El dogmatismo neo clásico no Ayuda en la Argentina .....	47
Meditando en la obra de Keynes (en Argentina) .....	50
La deuda externa Argentina .....	53
España, lo peor está por llegar .....	55
España en apuros .....	57
EE.UU. y Europa tambaleando .....	60
Condicionamientos intelectuales y cuentos .....	62
No se logra pronosticar acertadamente .....	62
Un pesimista a tiempo completo .....	64
Pierde credibilidad la biblia pro mercados .....	67
¿Que venden los lobbistas de la globalización? (conveniencia, miedo e inexactitudes) .....	69

Goodbye My Friend! .....	72
Majestuosidades de las revistas de negocios .....	74
Estafa al capitalismo.....	76
Medallas de oro, sin soluciones.....	78
Una franquicia de “Al Qaeda Economics (AQE)”, instalada en Argentina.....	80
Propuestas amigables para Argentina y Europa.....	90
Una economía diferente.....	90
El salvavidas de plomo vuelve.....	93
Compositores de música neoclásica para la eurozona.....	95
Test para bancos europeos.....	97
Recetas para fracasar en Argentina y Europa (entidades, medios y genios) .....	99
No existen demasiadas fórmulas .....	99
Irlanda, el modelo deseado... deseado ¿por quién?.....	102
Los supuestos del salvataje griego:.....	105
Experiencia Argentina .....	109
La solución no es sustentable .....	110
Ambientes oscuros .....	112
Los espacios político económico y morales se están tornando oscuros en el mundo .....	112
Argentina y su experiencia en aplicar la receta estándar .....	114
El cocktail del desastre argentino.....	114
La historia de Argentina con el FMI.....	116
Ejemplo de fracaso .....	116
No se deberían repetir los errores de Argentina.....	117
Ejemplo de inviabilidad para la receta estándar del FMI.....	118
La especulación sustituyó la inversión genuina en la Argentina..	119
Cuando los mercados colapsan, sigue la economía.....	123
La euro convertibilidad amenazada .....	123
Tragedia griega - 1er. acto .....	128
Tragedia griega - 2do. acto.....	132

Sarkozy nervioso .....	134
Coincidencias alarmantes.....	137
El escenario de los “PIIGS” coincide en forma alarmante con la génesis de la crisis argentina: .....	137
El sistema financiero argentino: .....	141
Los ingresos públicos: .....	142
Argentina recesiva (1998-2002).....	142
Un desastre “Primer Mundo”, ya está en marcha.....	145
¿Cómo sigue todo en 2009?.....	148
Se busca profeta.....	150
Asomarse, respirar y volver a hundirse.....	152
El mundo se vuelve impredecible.....	152
Un respiro .....	154
Nuevo diluvio monetario .....	156
Los implacables mercados dan un respiro.....	158
Argentina dijo basta .....	160
Creatividad y coraje.....	160
Argentina, un retrato para Grecia .....	161
Claves argentinas para los “PIIGS” .....	165
La decisión de cancelar con el FMI, afianza el modelo argentino..	167
Crecimiento a tasas chinas, Argentina no se detiene .....	169
La política económica le ganó a la economía cuantitativa .....	173
Cuando se apaga la luz, se quiebran las reglas .....	176
Quebrando sus propias reglas.....	176
Borrando con el codo lo que se escribió con la mano .....	179
Neo keynesianismo para salvar el sistema .....	182
EE.UU. y Reino Unido, líderes del keynesianismo .....	186
¿Dónde quedo el riesgo de la expansión monetaria? .....	188
El cigüeñal anglo estadounidense se preserva .....	190
“Los países serios” .....	193
Guerra de monedas.....	196
Alemania conserva su carácter .....	197
Alemania, ingenio + trabajo.....	197

Conflictividad social.....	202
Globalización, sensibilidad y responsabilidad .....	203
El reclamo violento como alternativa francesa .....	206
Protesta y represión en Europa.....	207
Crece el descontento cívico en Europa.....	209
Justicia social vs. riesgos .....	210
Cómo cerrar el círculo .....	212
¿Cómo cerrar el círculo?.....	212
Un nuevo orden ya está en marcha.....	215
Callejón sin salida .....	218
China + Europa PIIGS, una alianza posible.....	221
¿Cómo es China?.....	221
EE.UU. - China, sociedad en extinción.....	224
Reingeniería mundial .....	226
China revolotea.....	228
2002 - ¿Qué había que cambiar en el mundo y Argentina, quién lo decía y cómo? .....	231
Argentina, cambio por necesidad y virtud .....	235
La solución para Europa. Mi propuesta para los países denominados “PIIGS” .....	239
4 pueden salirse de la Eurozona, ¿será Grecia el primero? .....	239
Gran oportunidad para salvar la economía mundial.....	247
No se pueden repetir errores sin riesgos terminales.....	248
Una propuesta a la medida de los PIIGS .....	250
Líneas para un plan .....	251
Negociación directa con consorcios formados por empresas exportadoras chinas .....	253
Beneficio: PIIGS-China, leading case.....	254
Conclusión.....	255
Bibliografía y fuentes.....	256

### Anexo

Los highlights fueron confeccionados con infografía de Carteco ....	263
---	-----

Se terminó de imprimir en Impresiones Dunken  
Ayacucho 357 (C1025AAG) Buenos Aires  
Telefax: 4954-7700 / 4954-7300  
E-mail: [info@dunken.com.ar](mailto:info@dunken.com.ar)  
[www.dunken.com.ar](http://www.dunken.com.ar)  
Noviembre de 2011





# €QUAL

El escenario del grupo de países denominados “PIIGS” (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia, España), coincide en forma alarmante con la experiencia de la crisis Argentina.

¿Cuales son las similitudes con la Argentina 2001/2002?

Lo grosero está claramente definido: tipo de cambio rígido, falta de competitividad, baja productividad, descalabro fiscal y endeudamiento excesivo; por lo tanto se hace imprescindible encarar un plan de acción, mucho más que involucrarse en discusiones bizantinas. Existen problemas tan obvios que inclusive son compartidos por enfoques económicos diferentes.

Es imperativo resolver las fenomenales perturbaciones derivadas de las políticas económicas aplicadas hasta el momento.

En mi opinión, es importante explorar el “caso argentino”.

En 2011, el resultado argentino de aplicar una receta propia fue obtener “altas tasas de crecimiento”, que en forma acumulativa duplicaron el PBI que Argentina exhibía en el año 2002. La salida de la crisis europea se ha demorado por reprimir la creatividad, sometiendo a los pacientes a la medicina tradicional; es decir, a las inoperantes recetas que continúan sin acertar soluciones en el actual contexto.

No veo adecuado considerar los problemas económicos europeos como paradigmas “inabordables”.

Argentina demostró que pudo romper las barreras mentales, culturales y tradicionales instaladas en la mente de los economistas, y como consecuencia, se han derribado muchos mitos que a priori eran intransitables. Desde “el caso argentino” se estableció una brecha, y ahora existe un “antes y después”, en la historia de las renegociaciones de deuda externa. Después del default, Argentina nunca más accedió a aceptar las prescripciones estándar, que habitualmente le eran impuestas por los organismos multilaterales de crédito.

