



**Los desequilibrios de la
economía global en
2019-2020:
¿crisis o un ciclo
autorregulado?**

Juan J. Llach - Ricardo Rozemberg

iei

Instituto de Estrategia Internacional

Diciembre 2018

Los desequilibrios de la economía global en 2019-2020: ¿crisis o un ciclo autorregulado?

Por Juan J. Llach y Ricardo Rozemberg

Juan J. Llach es Licenciado en sociología (UCA) y en economía (UBA). Profesor emérito del IAE-Universidad Austral, dirige allí el GESE (Centro de Estudios de Gobierno, Empresa, Sociedad y Economía). Miembro de las Academias Nacionales de Ciencias Económicas y de Educación y de la Academia Pontificia de Ciencias Sociales Columnista del diario La Nación. Autor de 11 libros y más de 50 trabajos académicos sobre economía, historia, políticas públicas y educación. Asesor de una decena de organizaciones de la sociedad civil. Fue secretario de Programación Económica de la Nación (1991-1996) y Ministro de Educación de la Nación (1999-2000).

Ricardo Rozemberg es Licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires. Master en Economía y Políticas Públicas de la Universidad Di Tella. Investigador Principal del Centro iDeAS de la Universidad de San Martín y Director del Observatorio Pymex del Instituto de Estrategia Internacional de la CERA. Es consultor regular de organismos y organizaciones nacionales e internacionales. Docente de grado y postgrado en UNSAM, y de postgrado en UBA, UNQ e ISEN. En el ámbito del sector público, se desempeñó como Gerente de la Agencia de Desarrollo de Inversiones (2007/9), director del Centro de Estudios para la Producción de la Secretaría de Industria (2000/6), y director del Centro de Economía Internacional de la Cancillería (1998/2000). Es autor de diferentes trabajos y estudios sobre la problemática de distintos sectores productivos, el comercio exterior y la integración regional, la inversión extranjera directa y las negociaciones económicas regionales e internacionales.

iei

Instituto de Estrategia Internacional

En 1989 la CERA fundó como entidad semiautónoma, el Instituto de Estrategia Internacional –IEI–, que es espacio de reflexión y análisis. En el mismo se respeta una amplia libertad académica y además de desarrollos propios, cuenta con la contribución de investigadores con una perspectiva diversa e independiente.

Algunos de los trabajos publicados se pueden consultar en www.cera.org.ar, Instituto de Estrategia Internacional –Selección de Publicaciones–.

Las opiniones que se encuentran expresadas en las publicaciones son las de los autores y no reflejan necesariamente las del IEI ni las de la CERA.

ÍNDICE

Presentación	i
Introducción.....	1
1. Nivel de actividad e inflación en Estados Unidos	4
2. La elevada carga de la deuda	11
3. ¿Exuberancia en los mercados de activos?	13
3.1 Mercados de acciones	13
3.2 Mercados inmobiliarios	17
4. Los impactos de las tensiones comerciales	19
5. El mundo emergente y sus fragilidades frente al nuevo escenario	23
6. Síntesis y Conclusiones	27
6.1 Introducción: la disyuntiva	27
6.2 Semáforos de riesgos.....	28
6.3 Síntesis final: ¿crisis o un ciclo autorregulado?.....	31
6.3.1 Los tres escenarios 2019-2020	31
6.3.2 Probabilidades y principales determinantes de los escenarios	31
6.3.3 Conclusiones finales	33
Referencias bibliográficas.....	36

Presentación

La idea de que Argentina debe realizar una “inserción inteligente al mundo” nos remite a la frase de Ortega y Gasset “yo soy yo y mi circunstancia, y si no la salvo a ella no me salvo yo” (Meditaciones del Quijote, 1914).

Por eso es importante tener un panorama de la economía mundial en 2019-2020. Explorar la “circunstancia” nos permitirá desarrollar estrategias, objetivos, metas y programas “inteligentes”.

Ya en el año 2006, en la presentación del informe de *Perspectivas de la Economía Mundial*, el FMI señalaba “las condiciones benignas del mundo parecen estar cambiando, de modo que el pasado no representa una gran indicación del futuro”. Añadía que “algunos gobiernos consideran cada vez más que su función es detener la globalización y obtener dividendos políticos de ello, satisfaciendo a grupos de interés vociferantes a los que les conviene oponerse al cambio, en lugar de educar al electorado para que lo acepte. Incluso a medida que crecen los vínculos entre las economías, demasiados gobiernos están colocando hasta los más mínimos obstáculos internos por encima de los intereses internacionales”. Concluía que “en todas partes el multilateralismo está perdiendo terreno”.

Estas tendencias siguen presentes en el 2018, siendo el ejemplo más claro de ello el conflicto comercial entre EEUU y China. Es en este marco general que presentamos el trabajo de **Juan J. Llach y Ricardo Rozemberg, “Los desequilibrios de la economía mundial en 2019-2020: ¿crisis o un ciclo autorregulado?”**

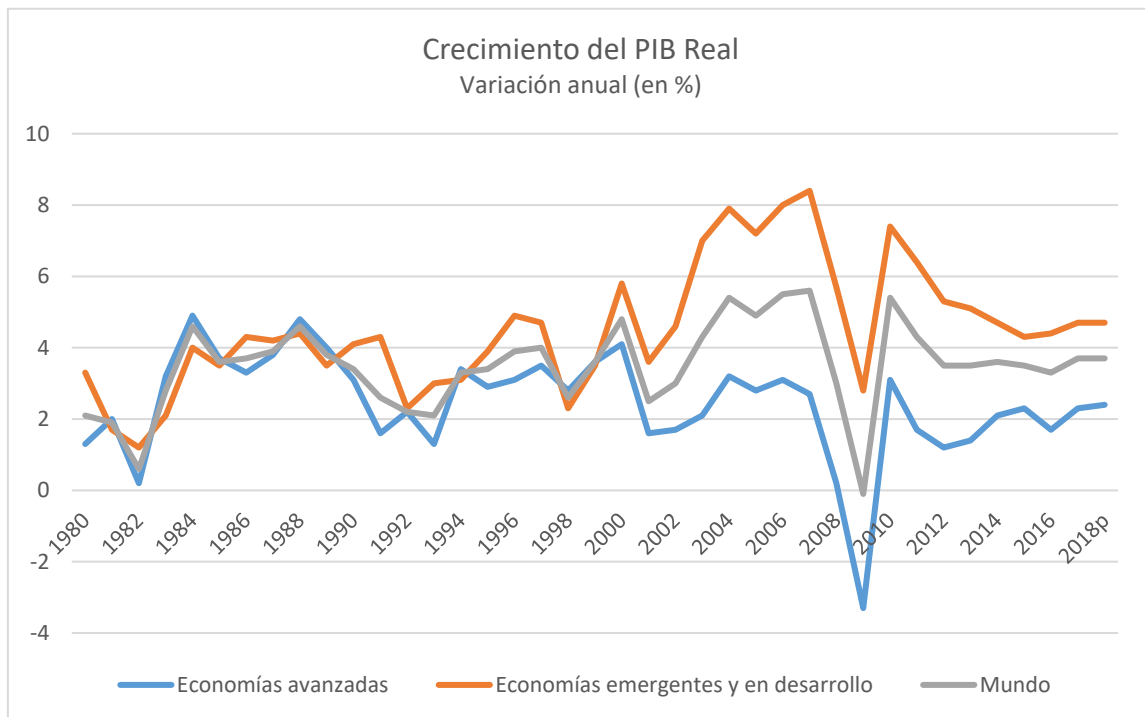
Los autores señalan: “El análisis aquí presentado evalúa las posibilidades de que el ciclo de crecimiento mundial se revierta en el futuro próximo, así como las características de este eventual escenario. La disyuntiva es si pudiéramos estar ante una crisis internacional determinada por los desequilibrios que se han ido acumulando en los últimos años, o bien, ante un cambio de ciclo autorregulado, factible de ser administrado por los hacedores de política. Como es obvio, tanto la ocurrencia de este proceso de cambio, como la forma que adopte, no resultan indiferentes por su impacto sobre la economía mundial y, en particular, por sus derrames sobre el mundo emergente y la Argentina”.

Comentarios, críticas y sugerencias son bienvenidos.

Enrique S. Mantilla
Presidente

Introducción

A lo largo del último quinquenio la economía mundial creció a una tasa promedio anual del 3,6%, dinámica que siguió siendo liderada por los países emergentes y en desarrollo (+4,6% anual), y una recuperación en el ritmo de aumento del PIB de los países centrales (+2,2% promedio anual). De este modo, luego de la crisis internacional de 2008/09, el escenario global retomó su dinamismo, en buena medida gracias a las medidas de política económica adoptadas por los principales países del mundo.



Fuente: elaboración propia en base a FMI (octubre 2018, a)

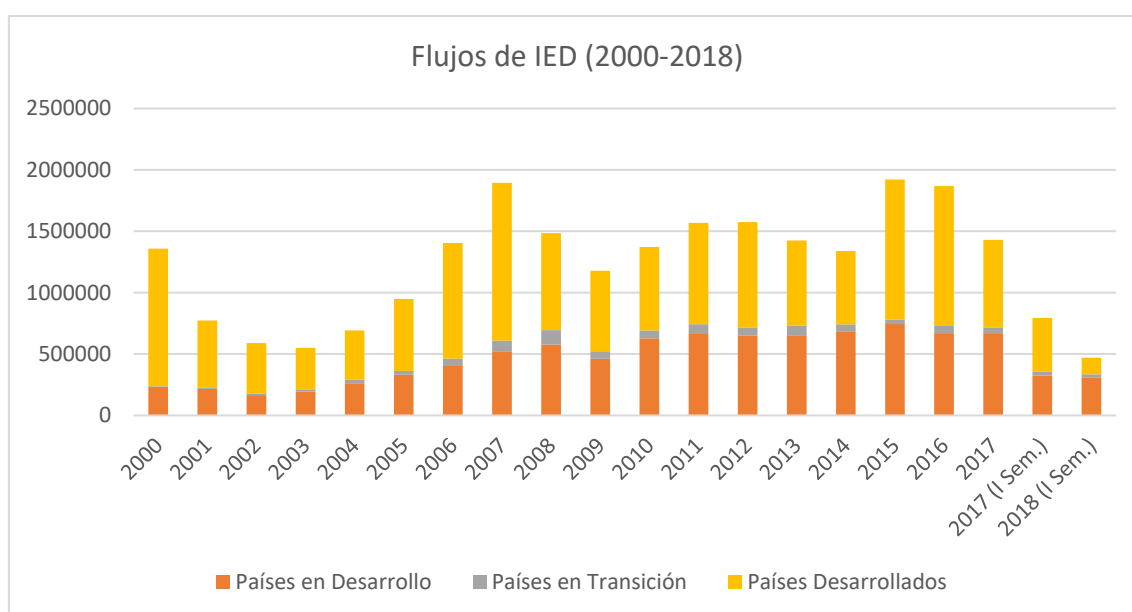
Por su parte, en este período (2014-2018) el comercio global se recuperó, incrementándose a la misma tasa anual promedio que el PIB (3,6%)¹. Más allá de la buena noticia del renovado dinamismo de los flujos de intercambio global, cabe señalar que en décadas previas el comercio crecía a un ritmo que duplicaba o triplicaba el del crecimiento de la economía en su conjunto. Por otra parte, y tal como se analiza en este documento, las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China (también ampliadas a otros países y regiones) encienden luces amarillas sobre el desempeño de los intercambios comerciales a escala global.

La inversión extranjera directa (IED), otro indicador de evolución del proceso de internacionalización productiva, observa una retracción sistemática en el último cuatrienio, luego del fuerte salto de un 44% en 2014. Así, en 2017 los flujos anuales de

¹ Según el FMI, el crecimiento del comercio en volumen fue de 5,2% en 2017 y sería 4,2% en 2018 y 4,0% en 2019, redondeando así un promedio de 4,5%, superior a todos los años del quinquenio 2012-2016.

IED disminuyeron un 23%, y en el primer semestre de 2018 se profundizó esta tendencia con una caída del 41%.

Según la UNCTAD (2018), esta fuerte caída de la inversión extranjera directa de la primera mitad de 2018 se debe mayormente a la repatriación de las utilidades acumuladas por filiales de empresas norteamericanas en diferentes partes del mundo, como consecuencia de la reforma tributaria aprobada en Estados Unidos a fines de 2017. La retracción de la inversión se concentra en los países desarrollados, con una abrupta caída del 69% de los flujos de ingreso de capitales extranjeros en ese período. En tanto los países en desarrollo sólo acusan una disminución del 4%², con lo que alcanzan una participación record en el reparto de las inversiones a nivel mundial, concentrando un 66% de los flujos totales.



Fuente: elaboración propia en base a UNCTAD.

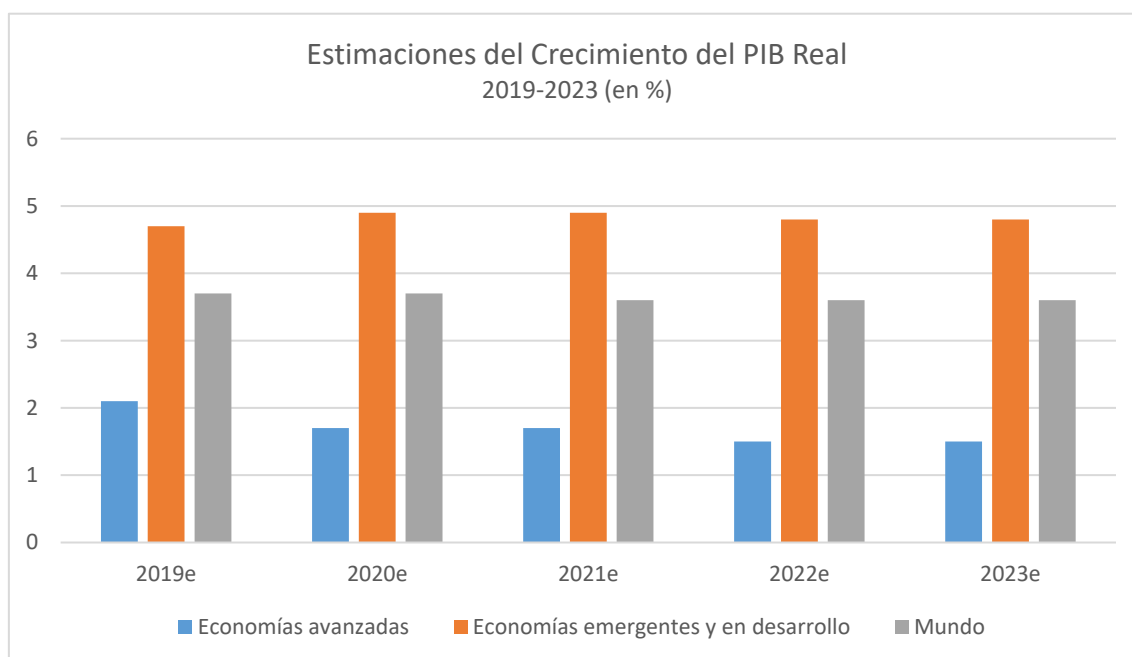
Más allá de este desempeño general relativamente positivo desde el punto de vista del crecimiento económico mundial, más aún en un contexto de menor intensidad del fenómeno globalizador, a lo largo del último año comenzaron a escucharse voces de alerta en relación a los desequilibrios que ha ido acumulando la economía internacional, así como de los riesgos inherentes y las posibles derivaciones que estos desbalances podrían generar sobre el entorno macroeconómico global en el futuro próximo.

Estos desequilibrios se manifiestan, entre otros, en el crecimiento acumulado del endeudamiento público y privado en países desarrollados, emergentes y en desarrollo, las presiones inflacionarias en algunos países y sus reflejos sobre las tasas de interés, el consecuente riesgo de nuevas salidas de capitales de países emergentes, los impactos de las tensiones comerciales, y los elevados precios de activos financieros y reales, entre otros.

² Las economías en transición -término usado sobre todo por la UNCTAD- son las de Europa Sudoriental, Georgia y la Comunidad de Estados Independientes y disminuyen un 18% su IED receptiva en el período.

De hecho, el informe sobre las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI (octubre 2018) llama la atención sobre un proceso de crecimiento menos dinámico y más heterogéneo a lo largo de 2018, estimándose que podría haber llegado a su techo en varias de las principales economías del mundo. En palabras de su Directora Ejecutiva, Christine Lagarde “hay señales de que el crecimiento mundial se ha estancado. Va perdiendo sincronía y cada vez son menos los países que participan en la expansión”³.

Sin embargo, las proyecciones del organismo para los próximos años lejanos están de ajustes drásticos. Por el contrario, en el Informe de octubre de 2018 se reducen las expectativas que se tenían en el mes de abril sólo de manera muy marginal, previéndose la continuidad del ciclo de crecimiento para –al menos- el próximo quinquenio.



Fuente: elaboración propia en base a FMI (octubre 2018 a).

De todos modos, y más allá de no modificarse de manera sustantiva las proyecciones, las dudas sobre los desarrollos futuros están presentes, tanto en el citado documento del FMI como en muchas opiniones de analistas y observadores internacionales. Por lo dicho, en este documento se pasa revista a los principales argumentos e indicadores de los desequilibrios y riesgos existentes en la economía mundial, así como a sus posibles impactos sobre la dinámica del crecimiento de corto y mediano plazo.

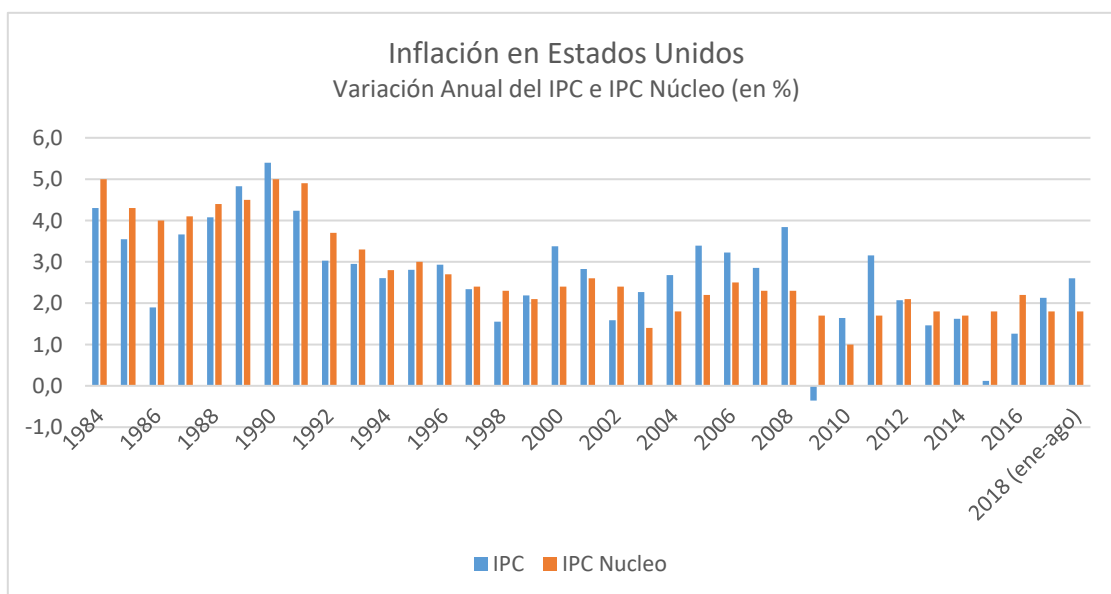
El análisis aquí presentado evalúa las posibilidades de que el ciclo de crecimiento mundial se revierta en el futuro próximo, así como las características de este eventual escenario. La disyuntiva es si pudiéramos estar ante una crisis internacional determinada por los desequilibrios que se han ido acumulando en los últimos años, o bien, ante un cambio de ciclo autorregulado, factible de ser administrado por los

³ Discurso de la Directora Gerente del FMI del 1ro. de octubre de 2018. Managing Rising Risks to Keep the Global Economy on Course. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2018/09/27/sp100118-steer-dont-drift>

hacedores de política. Como es obvio, tanto la ocurrencia de este proceso de cambio, como la forma que adopte, no resultan indiferentes por su impacto sobre la economía mundial y, en particular, por sus derrames sobre el mundo emergente y la Argentina.

1. Nivel de actividad e inflación en Estados Unidos

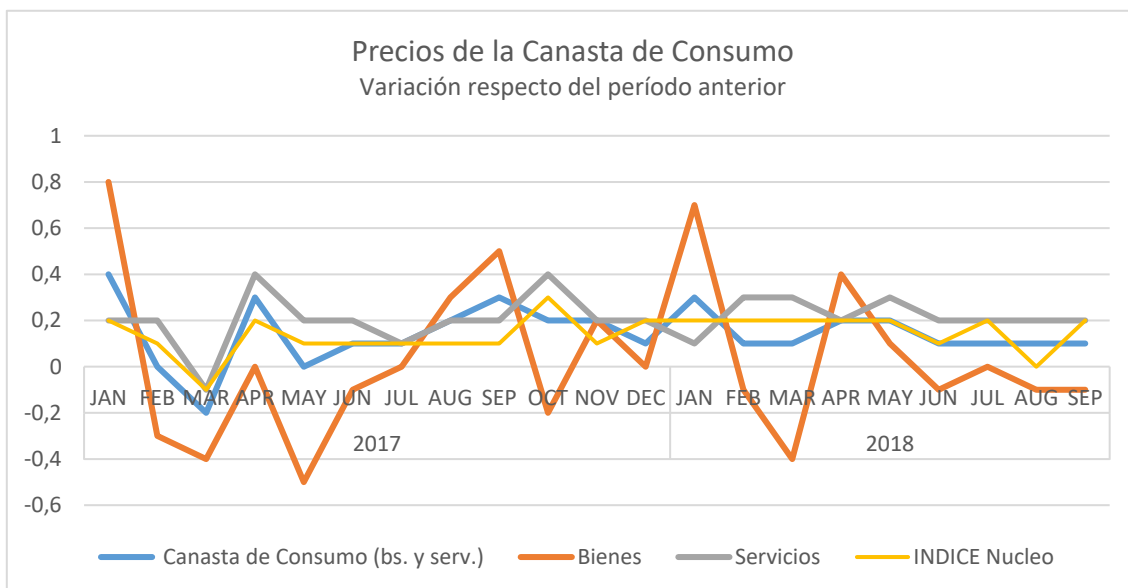
El ritmo de crecimiento de los Estados Unidos se ha acelerado a partir de 2017 y esta dinámica llegó a su máximo nivel en el segundo trimestre de 2018, cuando la economía se expandió a una tasa del 4,2% anual, el mejor registro desde el año 2014. Varios factores impulsaron esta aceleración. Por un lado, los beneficios derivados de la reforma tributaria promovida por el gobierno del Presidente Trump, y también un aumento del gasto público. Por otro lado, una limitada sustitución de importaciones de oportunidad junto a un posible adelantamiento de exportaciones en prevención de futuras dificultades por las tensiones comerciales. En otros términos, y en línea con la literatura, el proteccionismo habría generado efectos expansivos de la actividad en el corto plazo, aunque no sostenibles. Ya en el tercer trimestre de 2018, el impacto favorable del comercio exterior empezó a moderarse, con una caída de exportaciones e incremento de importaciones⁴. Como consecuencia de estos desarrollos, el PIB de Estados Unidos ha venido creciendo por encima de su potencial, fenómeno que ha impulsado presiones inflacionarias moderadas, pausadamente correspondidas por la política monetaria con leves y graduales aumentos de la tasa de interés.



Fuente: Elaboración propia en base a UNCTAD Stat y BLS.

⁴ La economía norteamericana creció 3,5% en el tercer trimestre de 2018 anualizado y 3,0% interanual. Según el Bureau of Economic Analysis, la desaceleración del crecimiento del 3er. trimestre es reflejo de una caída en las exportaciones y una desaceleración en la inversión fija de no residentes. Las importaciones crecieron en el 3er. trimestre, luego de caer en el segundo. <https://www.bea.gov/news/2018/gross-domestic-product-3rd-quarter-2018-advance-estimate>. La caída de exportaciones y el aumento de las importaciones se repitieron en octubre de 2018.

En efecto, luego de tocar el mínimo de la década en 2015, el índice de precios al consumidor se incrementó 1,3% en 2016 y 2,12% en 2017, alcanzando un promedio de 2,6% en enero-agosto de 2018. El indicador de precios de la canasta de consumo personal es una medida complementaria⁵ que registra el comportamiento inflacionario de los bienes y servicios más asociados al gasto familiar excluyendo, por ejemplo, los costos financieros. Según este indicador, mientras que la variación de los primeros nueve meses del 2017 ascendía a 0,7%, en el mismo período del 2018 suma 1,5%⁶. Como se ve en el gráfico, el desempeño de los bienes luce diferente de lo que se observa en el caso de los precios de los servicios.

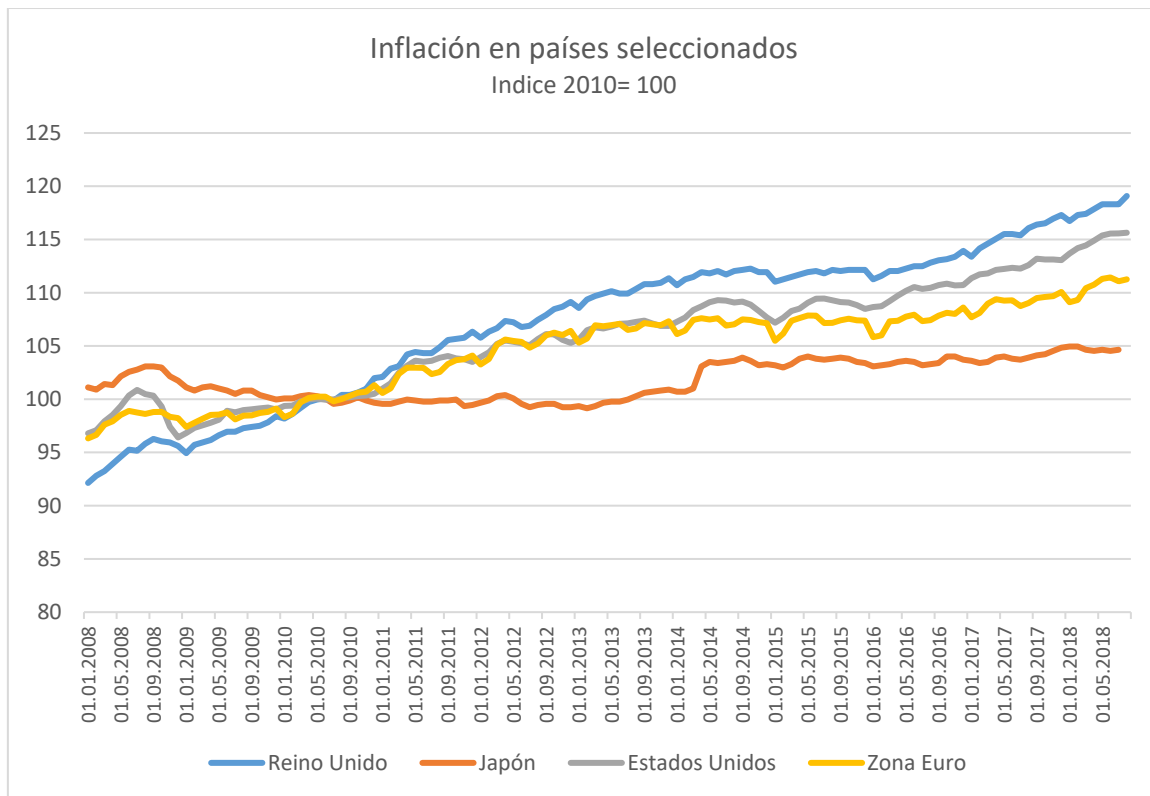


Fuente. Elaboración propia en base a datos del BEA

Fuera de Estados Unidos se observa una evolución similar en el índice de precios al consumidor de otros países avanzados como Inglaterra y la zona del Euro. Japón, en cambio, registra un leve movimiento en sus precios, cercano a la deflación, tal como ha ocurrido en buena parte del siglo XXI.

⁵ Se trata del índice de inflación más considerado por la Reserva Federal.

⁶ Entre junio y octubre de 2018 este índice aumentó a una tasa anual de 2,16%, y 1,92% en su versión núcleo que excluye precios administrados y estacionales. Notablemente, las tasas anuales en dicho semestre se redujeron de 2,3% a 2,0%, y de 2,0% a 1,8% en su versión núcleo.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS.

Como resultado de lo dicho, la FED ha incrementado gradualmente su tasa de interés. Luego de 7 años de mantenerla en 0,125%, en diciembre de 2015 la aumentó a 0,375%, en diciembre de 2016 a 0,625%, en marzo de 2017 a 0,875%, en junio a 1,125% y en diciembre de 2017 a 1,375%. Finalmente, en 2018 la FED decidió ajustarla hasta ahora en tres oportunidades (marzo, junio y septiembre) hasta llevarla a 2,125%⁷. El 28 de noviembre de 2018 el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, modificó el tono de los últimos comunicados del organismo al afirmar que la tasa de interés de la política monetaria está justo por debajo de su valor neutral, esto es, el que no estimula ni contrae la actividad económica⁸. Puso en duda, de hecho, que luego del supuesto aumento en diciembre se realicen las tres alzas adicionales de tasas anunciadas para 2019 y una más en 2020⁹, no obstante su bajo nivel en la comparación histórica. Por

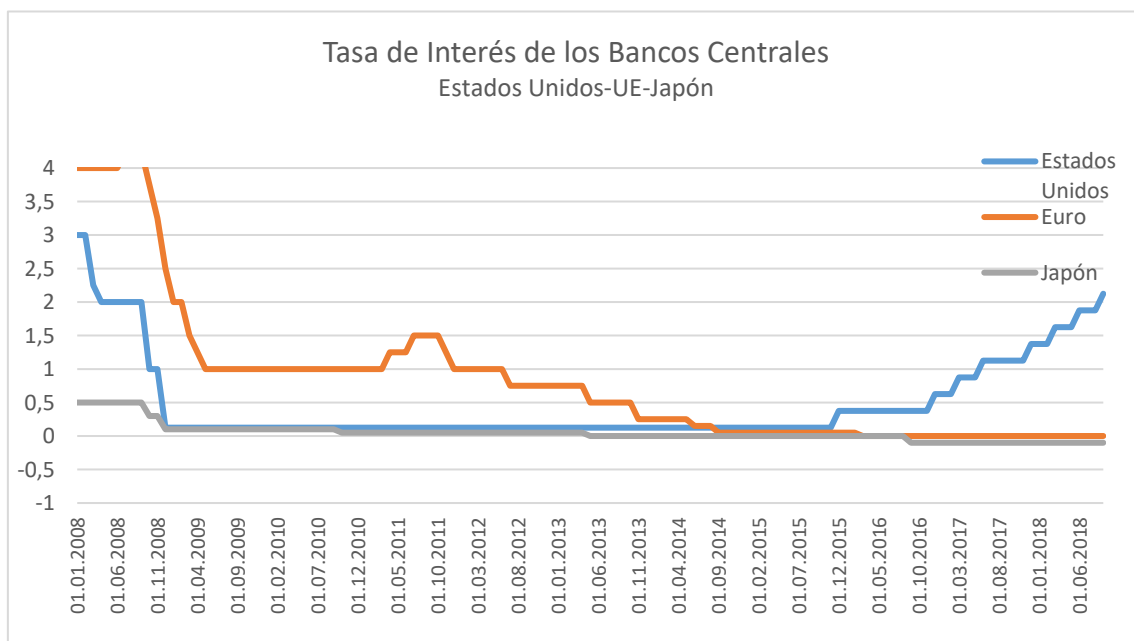
⁷ En la práctica la FED anunció en septiembre una tasa entre 2 y 2 ¼. La tasa aquí expuesta, así como la presentada en los gráficos (de la FED como la de los Bancos Centrales de Japón y de Europa) se refieren a valores de final de mes.

⁸ Powell (2018). Textualmente: “las tasas de interés...están justo por debajo del amplio campo de estimaciones del nivel que sería neutral para la economía, esto es, ni acelerando ni ralentizando el crecimiento económico” (traducción propia). Coincidentemente, Larry Kulow, director del Consejo Económico Nacional de EEUU, dijo que espera que, luego del posible aumento en diciembre, la Reserva Federal no aumente sus tasas de política monetaria por bastante tiempo, en <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-07/kudlow-sees-fed-pause-for-quite-some-time-after-december-hike?srnd=premium>.

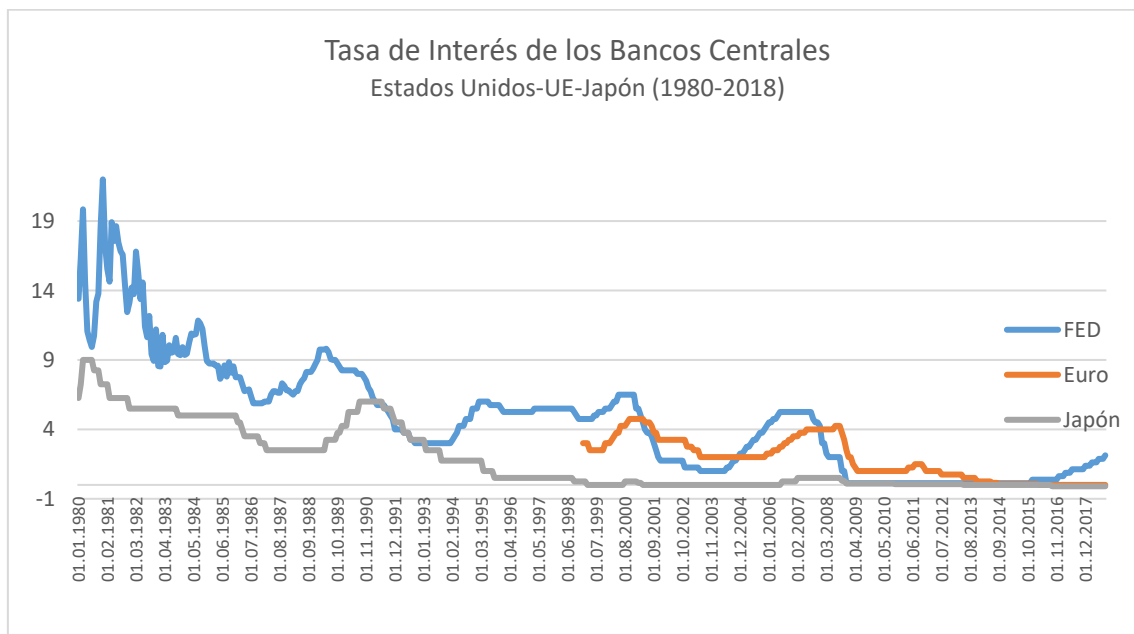
⁹ Ver proyecciones en <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcproitabl20180926.pdf> y el anuncio de septiembre de 2018 en <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20180926a.htm>

cierto, esto dependerá de la evolución del nivel de actividad y de la tasa de inflación en los EEUU.

Mientras tanto, y por el momento, el Banco Central Europeo y el de Japón mantienen sus respectivas tasas de interés en mínimos históricos.



Fuente.: Elaboración propia en base a datos del BIS



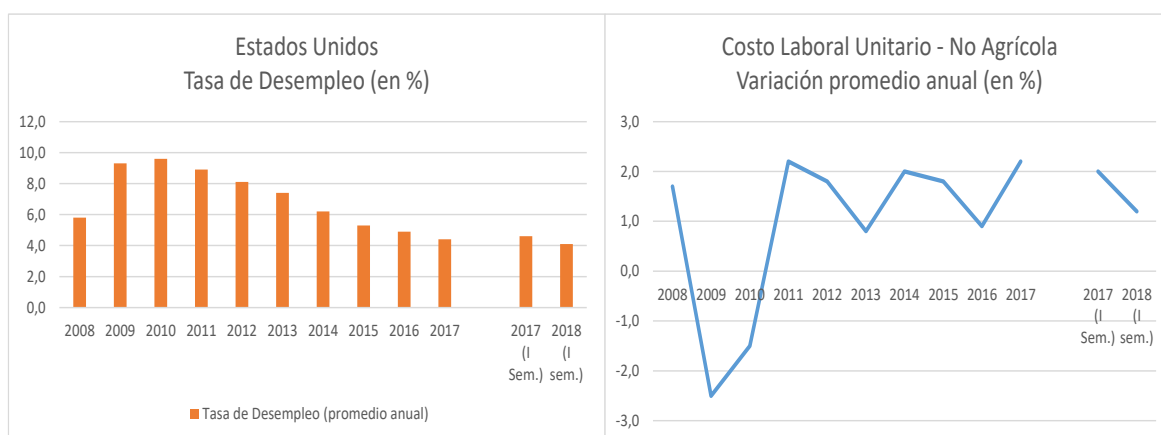
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS.

La Reserva Federal tiene una meta (no oficial) de inflación anual máxima del 2%, que se mide en su variante core del citado índice implícito en el gasto de los consumidores, actualmente en el 1,8% (inflación de referencia). Pero tal meta no es totalmente rígida

y hay quienes piensan –sin evidencias claras- que informalmente se ha elevado al 2,5%. Luego del citado comentario de Jerome Powell aumentaron las probabilidades de un relajamiento, escueto, de la política monetaria. Pero también es claro que, si la inflación de referencia sobrepasa el 2% por dos o tres meses seguidos, lo más probable es que la Reserva Federal retome su programa de tres aumentos en 2019 y uno en 2020. Por cierto, estas decisiones también serán tomadas, o no, según lo que ocurra con el nivel de actividad económica en los EEUU y con los costos laborales unitarios¹⁰, entre otras variables.

Respecto de las perspectivas de la inflación en los EEUU, si no se flexibilizan las políticas comerciales y migratorias restrictivas, en un contexto de crecimiento de la economía y bajo desempleo, aumentarán las tensiones sobre los precios, forzando el camino de subas de tasas. De todos modos, diferentes analistas coinciden que, aun en este escenario, los máximos de la tasa de referencia no serían superiores al 3,5% en 2020. A diferencia del pasado, el elevado endeudamiento de los sectores público y privado de Estados Unidos –y de muchos otros países- podría poner un límite a un incremento mayor de dicha tasa (The Economist, 2018 a).

Vinculado a ello, y tal como se menciona más adelante, tanto las tasas de rendimiento de los bonos de USA como las de mercado, y la evolución del valor del dólar dependerán mucho de la inflación. Si ella sube, subirán los rendimientos de los bonos (por menor demanda), arrastrando a las tasas cortas, no obstante lo cual, por la misma inflación, el dólar podría depreciarse.



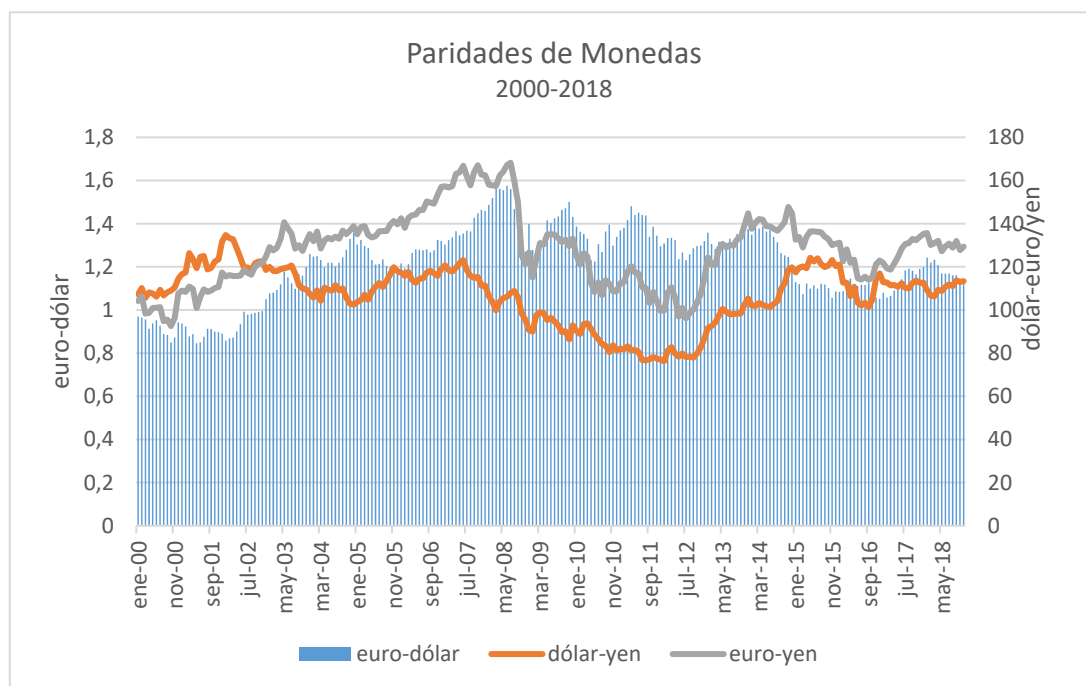
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Bureau of Labor Statistics.

En suma, la economía estadounidense ha superado el nivel de pleno empleo¹¹, creando leves tensiones inflacionarias que hicieron reaccionar lentamente a la FED. Si bien existe incertidumbre en relación a que un nivel de inflación inesperadamente elevado en Estados Unidos podría llevar a los inversionistas a reevaluar abruptamente los riesgos (FMI, 2018 a), la citada desaceleración de la suba de los costos laborales unitarios en el segmento no agrícola, la reversión del incremento del precio del petróleo

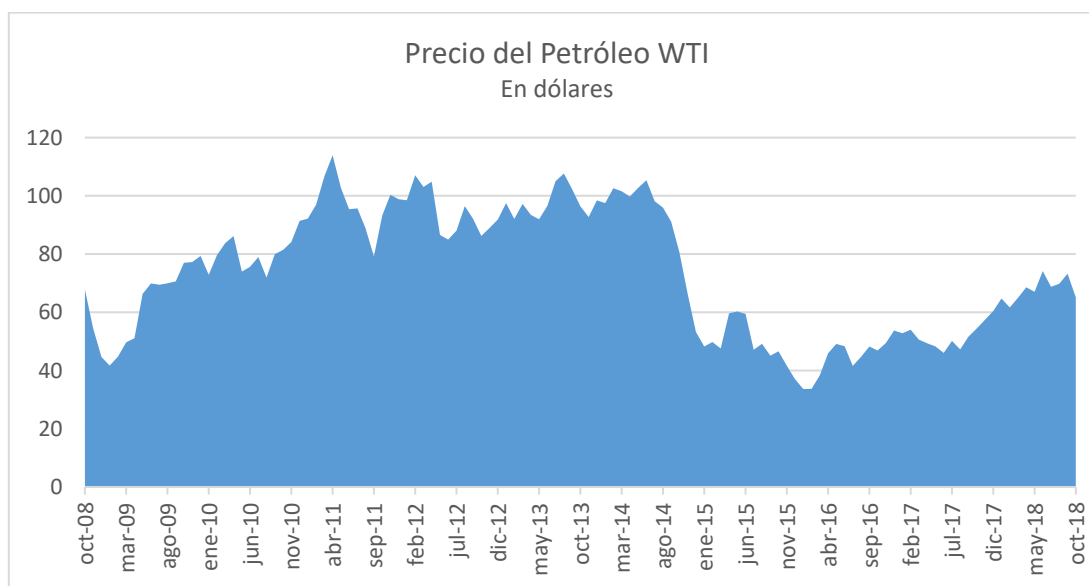
¹⁰ El costo laboral unitario no agrícola creció sólo 1,2% anualizado en el tercer trimestre de 2018, año en el que promedia un menor crecimiento trimestral desestacionalizado (1,2%) que en 2017 (2,2%).

¹¹ La tasa de desempleo del 3,7% representa el registro más bajo desde 1969.

en la segunda parte del 2018 y la no aceleración de la inercia inflacionaria en el último semestre, lucen como señales positivas en un contexto de continua caída de la tasa de desempleo total de la economía norteamericana.



Fuente: Elaboración propia en base a datos extraídos de Investing.com.



Fuente: Elaboración propia en base a datos extraídos de Investing.com.

Además, el incremento de la inflación en Estados Unidos, pese a ser lento, limita la apreciación del dólar y potencia el alza (o limita la caída) de algunas commodities. La mayor inflación esperada sería la razón fundamental del alza del rendimiento de los bonos de los EEUU. Según Llach (2018), esta tendencia continuará porque, desde el día posterior a las elecciones intermedias, empezó la campaña por la presidenciales del 2020, y más aún dada la paridad de los resultados de dichas elecciones. Y a esta altura

está claro que la política de Trump empujará cuanto se pueda el crecimiento y, quizás también, el cierre de la economía¹² lo cual, en un contexto de muy bajo desempleo, hará poco menos que imposible evitar una mayor inflación.

Más allá de estos factores, existen otras cuestiones¹³ que pueden operar en favor de una posible desaceleración y/o cambio de ciclo en el futuro próximo. Por ejemplo, la reforma tributaria, que restará ímpetu a partir de 2020 y con más fuerza desde 2023, cuando comience a eliminarse gradualmente la posibilidad de contabilizar la totalidad de las inversiones como gasto (FMI, 2018). Este fenómeno, más el incremento de la tasa de interés, podrían resultar en una ralentización del crecimiento de los Estados Unidos.

En tanto, como se viera antes, en otras economías importantes también hay un aumento de la inflación, aunque todavía moderado. Eso implica que los otros grandes bancos centrales podrían seguir a la Reserva Federal en la normalización de la política monetaria, lo que reduciría la liquidez global y generaría presión alcista sobre los tipos de interés (Roubini, 2018). Este fenómeno tendrá obviamente impacto sobre las economías emergentes, incluida China.

Por último, hay otras políticas de Estados Unidos que seguirán añadiendo presión sobre el nivel de actividad, aunque en algunos casos estén más relacionadas con el crecimiento de mediano y largo aliento: desde la restricción de los flujos de tecnología e inversiones desde y hacia Estados Unidos, que afectará las cadenas de suministro, hasta los límites a la inmigración que se necesita para mantener el crecimiento conforme la población estadounidense envejece y para limitar el alza de los salarios y la inflación. Y pasando también por el desaliento de inversiones en economía verde y, pese a los anuncios iniciales de Trump, la falta de una política de infraestructura que permita resolver restricciones de la oferta.

También preocupan a algunos observadores otros dos hechos. Uno es la bastante persistente tendencia vendedora del mercado de bonos corporativos, un indicador que hay que seguir de cerca. Otro es la muy escasa diferencia de rendimientos entre los bonos de EEUU a 2 y a 10 años, hoy ubicada en el entorno de sólo 15 puntos. Con gran frecuencia se señala que, si la curva de rendimientos se invierte y el de los bonos de corto plazo es mayor que el de los de largo plazo, la economía puede entrar en recesión. No es tan frecuente que se mencione que, si ello ocurre, también está indicando bajas expectativas de inflación y, en consecuencia, menores tasas de interés hacia el futuro. En tal caso, la reversión tendría su propia cura, vía la baja de las tasas, aunque el remedio podría demorar en hacer efecto. Por tanto, si bien el aplanamiento de la curva de

¹² Nótese que lo acordado entre Trump y Xi Jinping en la cumbre de Buenos Aires, es una tregua que pospone por 90 días el alza de los aranceles de EEUU del 10% al 25% sobre un total de exportaciones chinas de 200.000 millones de dólares. La medida será definitiva sólo si se acuerdan temas litigiosos como lo que EEUU evalúa como piratería intelectual por parte de China o barreras no arancelarias, entre otros.

¹³ No se incluyen en este acápite temas como el nivel de endeudamiento o la revalorización de los activos, y su impacto sobre la economía norteamericana, tratados en los próximos apartados. Asimismo, la cuestión de la guerra comercial con China, si bien ya mencionada, es analizada en otro acápite.

rendimientos de los bonos del tesoro puede no ser grave, la eventual inversión de la curva sí merece mayor atención¹⁴.

En definitiva, existen señales divergentes en el desempeño económico presente de los Estados Unidos y su dinámica futura esperada. Por un lado, las tensiones inflacionarias –si bien relevantes- no parecen acelerarse demasiado, a pesar de los elevados niveles de actividad y empleo observados en dicha economía. No obstante, el riesgo de aceleración existe de la mano de la continuidad del ciclo de crecimiento, la política comercial y migratoria restrictiva y una reacción moderada por parte de la FED. De cómo se desarrollen y administren estas variables dependerán el nivel, la secuencia y la gradualidad del ajuste que deberá enfrentar la economía norteamericana luego de este fuerte ciclo de crecimiento.

2. La elevada carga de la deuda

En las economías maduras la deuda bruta en términos del PIB está bien por encima de la media de la década pasada. En efecto, países como Estados Unidos, Italia y Japón, y un paso más atrás Francia y el Reino Unido, han visto incrementar de manera sustantiva el peso de su deuda. Así, mientras que en Italia y Francia dicho peso creció 30 puntos del PIB, en Estados Unidos y el Reino Unido el incremento fue de 40 puntos porcentuales, y en Japón la carga se duplicó como porcentaje del PIB (ver cuadro).

Este fenómeno no es exclusivo de los países desarrollados; por el contrario, los niveles de deuda han alcanzado también nuevos máximos en las economías emergentes y en desarrollo. De hecho, la deuda mundial –tanto pública como privada– ha registrado un récord histórico y se sitúa en USD 182 billones, lo cual representa un incremento del 60% respecto a 2007 (Lagarde, 2018). En términos del PIB, la deuda global se encuentra también en sus máximos históricos, alcanzando un 225%. El mundo está actualmente 12% del PIB más endeudado que en su anterior record de 2009 (FMI, 2018 c).

	Deuda Bruta (en % del PIB)		Deuda Neta (en % del PIB)	
	Media 2000-09	Media 2017-18	Media 2000-09	Media 2017-18
Estados Unidos	65,4	105,6	45,3	78,2
Italia	103,2	131,0	94,9	118,9
Japón	168,9	237,9	93,6	155,3
Francia	65,6	96,7	56,7	87,4
Reino Unido	41,6	87,4	36,7	78,0

Fuente. Elaboración propia en base a FMI (2018 b).

De ese total, 63% es deuda del sector privado no financiero y 37% es deuda del sector público. Si bien la mayor parte de la deuda mundial corresponde a las economías

¹⁴ Berganza et al. (2018), relativizan también el aplanamiento de la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro de EEUU como indicativo de recesión, aunque con argumentos distintos a los expuestos aquí.

avanzadas, en los últimos diez años, los países emergentes han originado la mayor parte del aumento. China aportó por sí sola el 43% del aumento de la deuda mundial desde 2007 (Gaspar y Jaramillo, 2018).

Las relaciones deuda/PIB en las economías avanzadas se encuentran en niveles no vistos desde la Segunda Guerra Mundial, alcanzando –en promedio- un 105% del PIB. Por su parte, en las economías emergentes, la deuda pública registra en promedio un nivel cercano al 50% del PIB, solo un poco inferior al máximo observado durante la crisis de la deuda de la década de 1980 (FMI, 2018 c).

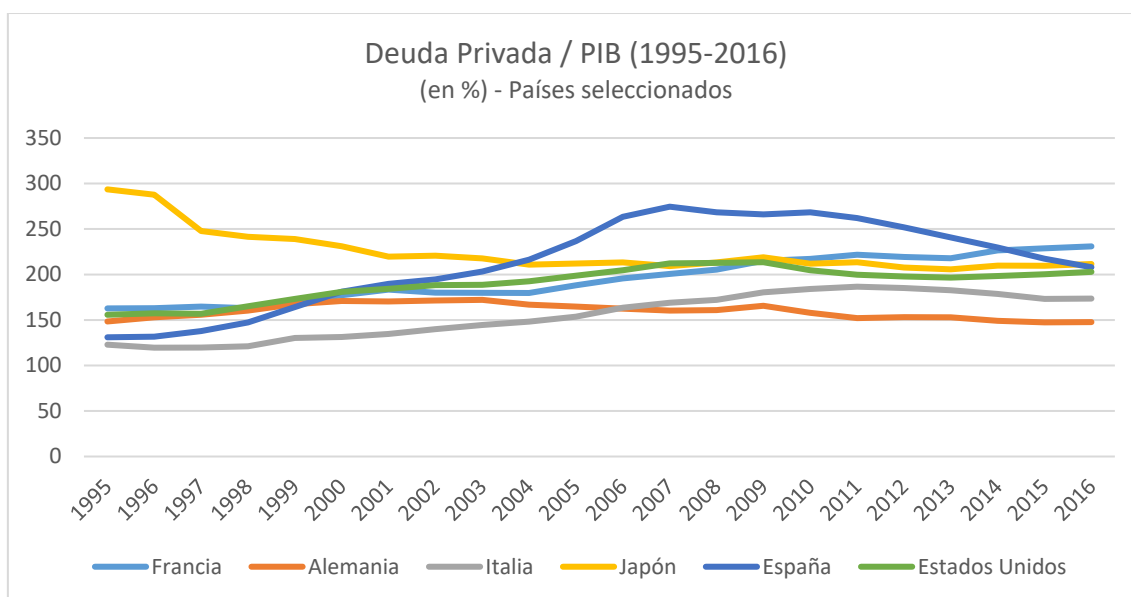
Esta pesada carga hace que tanto gobiernos como empresas y hogares sean más vulnerables a un endurecimiento de las condiciones financieras. En efecto, el enorme crecimiento de la deuda no sólo implica una necesidad creciente de fondos para el pago de intereses y capital, y expone el financiamiento de los gobiernos a cambios bruscos en la actitud del mercado, sino que también achica el margen para futuros estímulos fiscales, en caso de que la economía agote sus impulsos expansivos.

Además, políticas populistas en países como Italia pueden llevar a una dinámica de deuda insostenible en otros países de la eurozona. El todavía irresuelto círculo vicioso entre los gobiernos y los bancos poseedores de títulos de deuda pública podría llegar a amplificar los problemas existenciales de una unión monetaria incompleta, como la de la Unión Europea, con una inadecuada coparticipación de riesgos. En estas condiciones, otra desaceleración global podría incitar a Italia y otros países a abandonar la eurozona (Roubini et al., 2018).

Por otra parte, la elevada deuda pública puede poner un “cepo” al crecimiento, toda vez que puede generar un efecto crowding out sobre la inversión privada e incrementar el grado de incertidumbre respecto de futuros posibles aumentos de impuestos, distorsivos o no, para enfrentar los pagos correspondientes.

No obstante, de acuerdo al Monitor Fiscal de octubre de 2018, las proyecciones al 2023 no registran aumentos del endeudamiento estatal de la mayor parte de las economías maduras en términos del PIB, aunque las de Italia y Japón disminuyen muy poco. Según esta publicación, la única economía desarrollada que vería aumentar significativamente la carga de la deuda sería Estados Unidos, estimando para el 2023 un incremento de la deuda en términos del PIB de diez puntos porcentuales.

Como se mencionó anteriormente, amén de la deuda pública, en los últimos años y en muchos países del mundo, el sector privado ha tendido a incrementar fuertemente su endeudamiento, cuya sostenibilidad incorpora rasgos de fragilidad al nivel de actividad y al desarrollo. En efecto, un período prolongado de bajas tasas de interés ha tentado a las empresas a incrementar su deuda. The Economist (2018 b) destaca que S&P Global registra que, en 2017, 37% de las compañías globales estaban altamente endeudadas. Y es para preocuparse que tal nivel sea cinco puntos porcentuales más elevado que en 2007, antes de que se desatara la crisis financiera.



Fuente. Elaboración propia en base a FMI (2018 b).

Ya hace cuatro años que una publicación del International Center for Monetary and Banking Studies (Buttiglione et al., 2014) alertaba sobre los riesgos asociados al crecimiento de la deuda global, enfatizando su posible impacto negativo sobre la recuperación económica. A partir de ahí, numerosas voces manifestaron su preocupación por este fenómeno (incluido, como se mencionó antes, el propio FMI). No obstante, lejos de reducirse, la deuda continuó incrementándose. Las proyecciones antes enunciadas del FMI tampoco son muy optimistas respecto del sendero de la deuda para el próximo quinquenio.

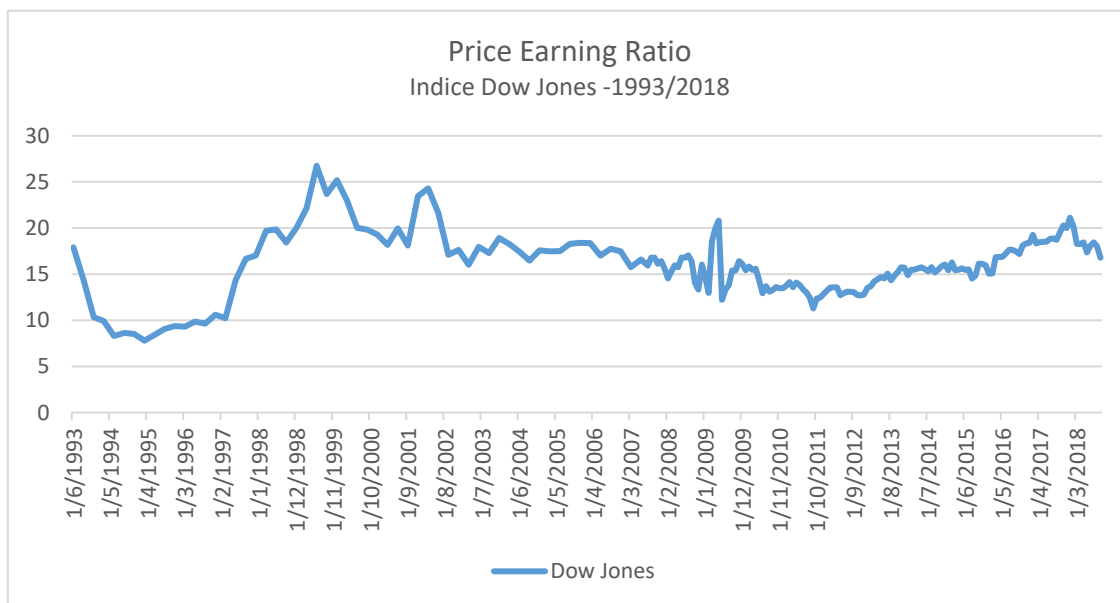
Por tanto, un cambio más profundo en las condiciones financieras internacionales y, sobre todo, la reversión del ciclo económico positivo, pueden poner presión sobre las principales economías del mundo, incluyendo obviamente a las emergentes (como se analiza más adelante).

3. ¿Exuberancia en los mercados de activos?

3.1. Mercados de acciones. Mientras tanto, en las bolsas de Estados Unidos y de muchos otros países –China es una importante excepción– sigue la efervescencia. Los ratios precio/utilidades en Estados Unidos están un 50% por encima de la media histórica, el capital privado está excesivamente sobrevaluado, y los bonos públicos también están demasiado caros en vista de sus bajos rendimientos y primas a plazo incluso negativas (Roubini et al., 2018). Y el crédito de alto rendimiento también se está volviendo cada vez más caro ahora que la tasa de apalancamiento corporativo en Estados Unidos alcanzó máximos históricos. Todo esto es cierto, pero también lo es que para evaluar el riesgo de estar en presencia de burbujas explosivas hay que considerar asimismo el muy bajo nivel de las tasas de interés actuales y, por ello, comprender que el riesgo de burbujas depende crucialmente de la sostenibilidad de dichas tasas.

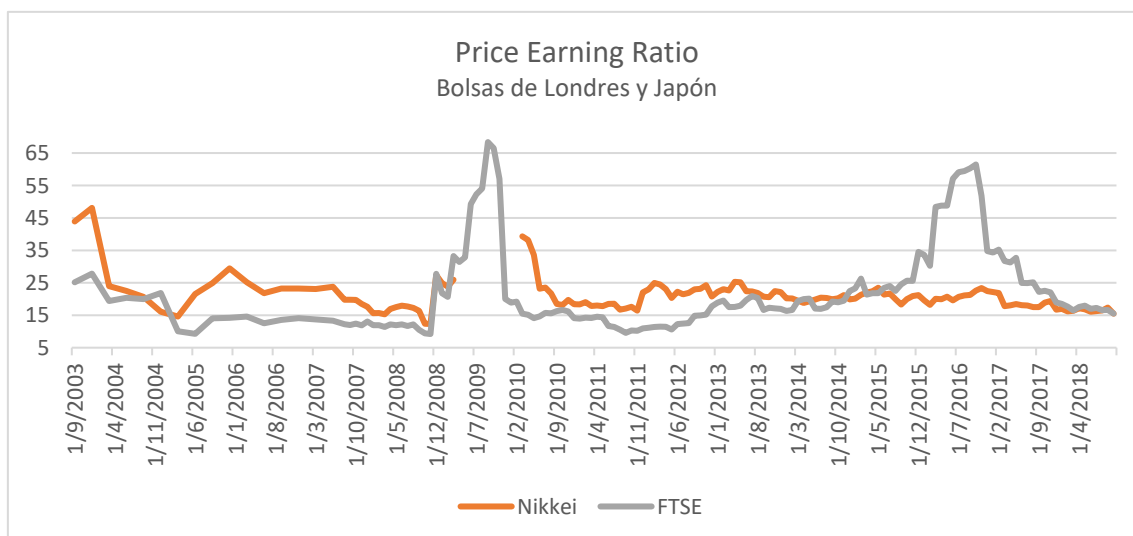
Según Martin Feldstein (2018), luego del ajuste de los mercados de valores del presente año en Estados Unidos, el ratio precio/utilidades se ubica aún un 40% más alto que su media histórica. A este respecto, hace responsable de esta valorización de los activos financieros a la política de muy bajas tasas de interés defendida por la Reserva Federal desde 2008.

En una mirada desde 1993 a la fecha, el price earning ratio (p/e) del Dow Jones se ubicaba a principios de 2018 sólo por debajo de los picos de junio de 1999 y marzo de 2002. Y un 3% más alto que el máximo alcanzado en la última crisis internacional.



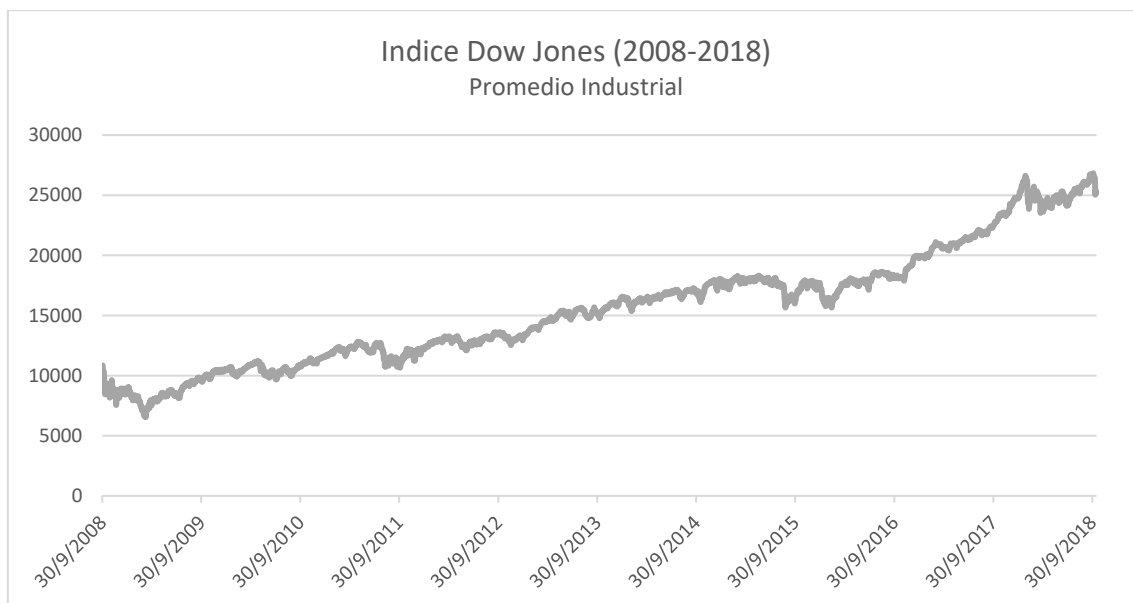
Fuente. Elaboración propia en base a datos extraídos de Investing.com.

Más allá de Estados Unidos, ni el índice de la bolsa de Londres ni el de Tokio parecen enfrentar fenómenos similares.

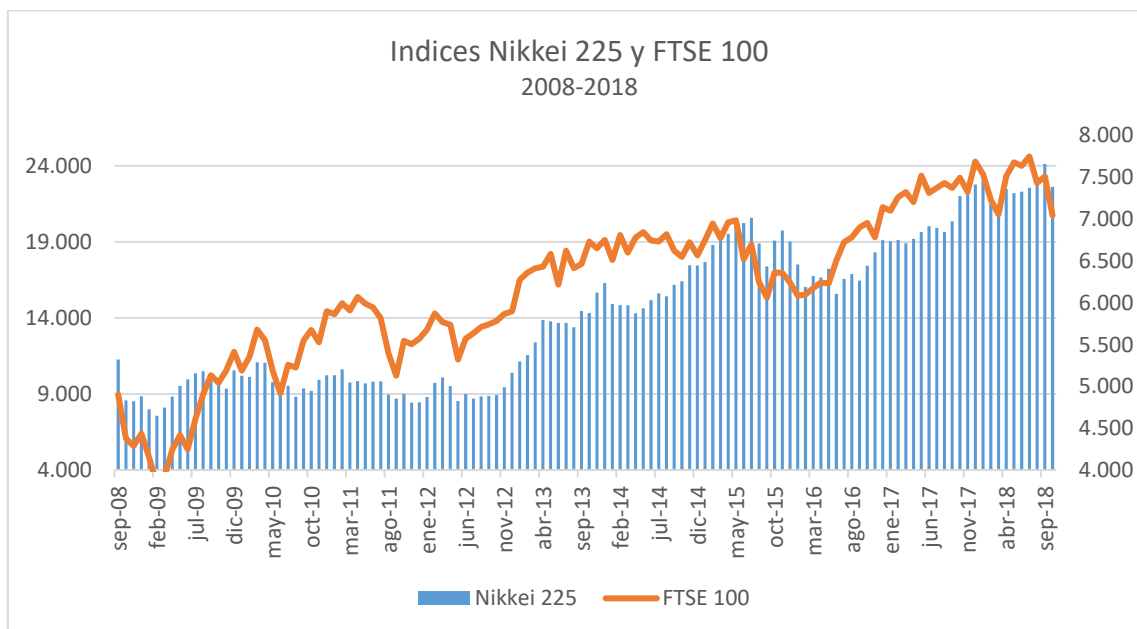


Fuente. Elaboración propia en base a datos extraídos de Investing.com.

Dicho de otro modo, si bien las principales bolsas del mundo han observado un largo período de suba luego de la crisis internacional de 2008/2009, con el fuerte impulso de un lapso igualmente largo de muy bajas tasas de interés, es en Estados Unidos donde el precio de las acciones parece estar sobrevaluado. Los dos gráficos siguientes, del índice Dow Jones de los EEUU y, por otro lado, el Nikkei de Japón y el FTSE de Londres, ilustran este punto.



Fuente. Elaboración propia en base a S&P Dow Jones Índices



Fuente. Elaboración propia en base a datos del Nikkei y FTSE extraídos de Investing.com.

Este desarrollo del mercado financiero norteamericano puede estar conformando una nueva burbuja en el valor de los activos que enciende luces amarillas sobre su

evolución futura frente a un cambio de escenario económico en Estados Unidos y el mundo. En efecto, algunos analistas¹⁵ sugieren que en la medida que las tasas de interés de largo crezcan, los precios de los activos serán menos atractivos para inversores y van a caer. Según esta visión, dicha corrección del ratio precio-utilidad a valores alineados con los históricos generará una pérdida en la riqueza de las familias y por ende, una reducción importante en el consumo. Este efecto, y la caída de la inversión resultante, empujarían a la economía norteamericana a una nueva recesión en 2020.

A diferencia de otros episodios de valorización de activos, donde dicho fenómeno era acotado a un sector (empresas tecnológicas a fines de los 90, propiedades hacia mediados de los años 2000), en la actualidad tanto en Estados Unidos como en muchos otros países del mundo, esta valorización alcanza simultáneamente a acciones, bonos y propiedades, que cotizan por encima de sus promedios de largo plazo (The Economist, 2017)¹⁶.

En el cuadro siguiente se comparan los índices CAPE y p/e de países desarrollados y emergentes que, dentro de sus respectivos grupos, mostraban las valuaciones más elevadas¹⁷. Se ve claramente que, con cierta lógica, las valuaciones son mayores en los países avanzados; que ambos índices se muestran bastante correlacionados para un mismo país y que el CAPE es casi siempre mayor que el p/e.

CAPE y p/e, países emergentes y desarrollados, 2018

Países emergentes			Países desarrollados		
Países	CAPE	p/e	Países	CAPE	p/e
India	20,8	24,2	Irlanda	44,5	15,4
México	19,2	17,8	Dinamarca	31,0	19,1
Tailandia	19,2	15,0	EEUU	29,4	19,3
Filipinas	18,1	17,8	Japón	24,9	12,9
Indonesia	17,5	17,5	Suiza	24,8	21,8
Sudáfrica	16,2	14,6	N. Zelanda	24,4	20,6
Malasia	15,6	17,5	Bélgica	22,3	15,9

¹⁵ Feldstein (2018) y Roubini (2018), entre otros.

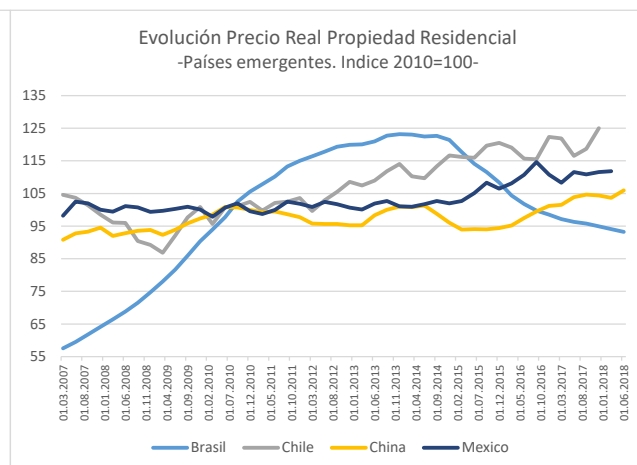
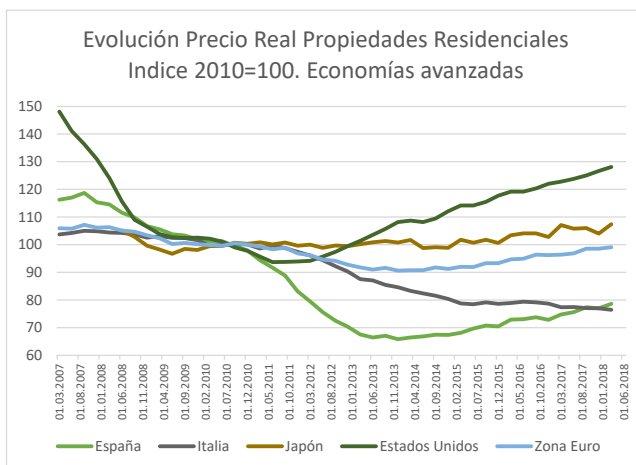
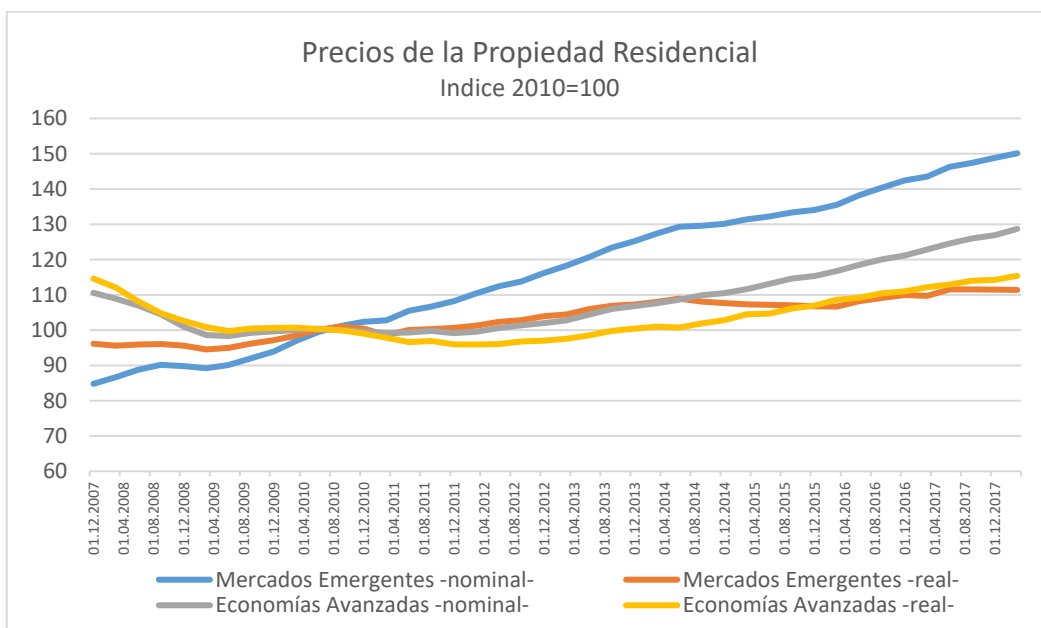
¹⁶ Hay diferencias entre el p/e y el CAPE en cuanto a los países de mayor riesgo por su valuación accionaria. Las más destacadas son que, según el CAPE, Irlanda y Japón no aparecen como muy riesgosos, mientras que India es el de mayor riesgo, y es el único país emergentes en tal situación, <https://www.starcapital.de/en/research/stock-market-valuation/>.

¹⁷ Star Capital (2018) presenta una discusión sobre el poder predictivo de los distintos índices más usados para evaluar los mercados de capitales, tales como el p/e aquí referido; el CAPE, que es el p/e ajustado por el ciclo económico y el p/b, que relaciona el precio de las acciones con su valor de libros: https://www.starcapital.de/fileadmin/user_upload/files/publikationen/Research_2016-01_Predicting_Stock_Market_Returns_Shiller_CAPE_Keimling.pdf. En el texto usamos el p/e, por ser el más frecuentemente consultado. En cambio, en los cuadros tipo semáforo presentados en las conclusiones, usamos el CAPE, para mostrar sus diferentes matices.

Brasil	14,6	18,0	Finlandia	21,8	20,2
Hungría	14,0	10,0	Suecia	20,5	15,4
China	13,8	6,7	Canadá	20,1	16,2
Polonia	11,3	10,8	Francia	20,1	15,5
Turquía	7,8	6,9	Taiwán	19,0	12,3

Nota: en **negrita**, el índice más elevado de los dos para cada país. Fuente: Star Capital (2018), <https://www.starcapital.de/en/research/stock-market-valuation/>.

3.2. Mercados inmobiliarios. Así, en el sector inmobiliario también se observa una suba muy pronunciada de los precios de las propiedades residenciales: en términos nominales los índices de precios tanto en economías emergentes como avanzadas superan los máximos alcanzados diez años atrás. En valores reales, el índice se va aproximando a dichos registros en los países desarrollados y ya los ha superado en el caso de los emergentes.



Fuente. Elaboración propia en base a datos nacionales extraídos de la Residential Property Price database del BIS.

El UBS Global Real Estate Bubble Index (2018) alerta sobre el riesgo de burbuja, o de una sobrevaluación importante de los mercados inmobiliarios en los principales centros financieros de los países desarrollados. En efecto, el indicador (que mide la relación entre los precios de las propiedades y los ingresos de la población), registra, para las ciudades incluidas en el estudio, un aumento sistemático en los últimos años, cuya mediana alcanza hoy un valor de 7,5% (cuando en 2008 alcanzó “sólo” a 5,5%). El valor actual es calificado como de “riesgo de burbuja” y ubica a Hong Kong al frente del ranking, seguido por Munich, Toronto, Vancouver, Londres y Ámsterdam. También se observan desbalances importantes en Estocolmo, París, San Francisco, Frankfurt y Sídney, entre los principales¹⁸.

Asimismo, según el estudio, si bien el incremento de los precios de los cinco últimos años es importante, aunque no espectacular (35% promedio en el conjunto de las ciudades analizadas), dicho crecimiento ocurre en todas las ciudades en forma simultánea, fenómeno sólo observable a fines de los años 80 y en el período previo a la crisis del 2008.

No obstante estos resultados, el informe de UBS sostiene que a diferencia de lo ocurrido en el boom de mediados de los años 2000, no existe una evidencia global de excesos de préstamos para el sector (los créditos hipotecarios crecen la mitad de rápido que lo hacían en el período previo a la crisis de 2008/9), por lo que el daño económico que una corrección de precios pudiera generar sería más limitado, por su menor repercusión en el sistema financiero¹⁹.

En el caso de Estados Unidos, los precios de la vivienda subieron movidos por la falta de unidades en venta en el mercado inmobiliario de segunda mano (BBVA, 2017). En este país, donde los precios de las viviendas se desplomaron luego de la crisis, las propiedades ya han superado el pico de 2008 en términos nominales, y la relación entre los precios y las rentas de alquiler está nuevamente por encima de su promedio de largo plazo (The Economist, 2017). Esto se debió a que muchos propietarios aprovecharon un entorno de bajos tipos de interés desde la crisis financiera mediante compras o

¹⁸ A nivel de países, el ranking de precios del metro cuadrado de un departamento a la venta en el centro de la ciudad (elaborado por Numbeo.com), ubica actualmente a Hong Kong en primer lugar (con US\$29327 el m²), seguido por Singapur (US\$16411). Luego se ubican Suiza (US\$ 11545), Corea (US\$11432), Japón (US\$8120), Israel (US\$7025), Francia y China (US\$6800 en promedio). En América Latina, países como Uruguay y Chile (US\$ 2400 en promedio), Argentina (US\$2186) y Brasil (US\$1935), se ubican entre los puestos 35 y 45 de los 90 países del mundo relevados. https://www.numbeo.com/cost-of-living/country_price_rankings?itemId=100.

¹⁹ Tanto el último Global Financial Stability Report del FMI (octubre de 2018), como el Informe Económico Anual del BIS (junio de 2018) reafirman la fortaleza del sistema bancario gracias a las mejoras en las regulaciones internacionales (más requisitos de capital, liquidez, más incentivos a internalizar el riesgo, mayor transparencia sobre los riesgos, menores descalces de monedas, mayor segmentación entre países, etc.). Sin embargo, alertan sobre la (re)acumulación de activos de riesgo en instituciones (ahora) no bancarias, que aparecen como vulnerables frente a una corrección brusca de las condiciones financieras globales. Si bien estas instituciones no cuentan con los impactos amplificadas típicos de los bancos, las mismas están relacionadas en forma indirecta con las instituciones bancarias, fenómeno que podría llegar a aumentar el riesgo financiero ante situaciones de crisis extremas.

refinanciaciones, y ahora no quieren deshacerse de estos contratos beneficiosos mediante la venta, a lo que se suma una falta de nuevas construcciones. En efecto, el ratio de viviendas por población adulta alcanzó en 2016 su nivel más bajo desde 1980. Según el estudio del BBVA “...las limitaciones en la oferta de vivienda exponen al estado a un mayor riesgo de burbujas de precios inmobiliarios, ya que los mercados con una oferta inelástica han demostrado sufrir una mayor volatilidad de precios”.

Por tanto, un escenario en el que las dificultades económicas empujan a Estados Unidos hacia la recesión implicaría que los precios de la vivienda se desacelerarían de manera brusca o disminuirían, dependiendo de la gravedad de la recesión.

Más allá de Estados Unidos, la sobrevaloración del mercado inmobiliario en otros países desarrollados y emergentes, aparece como un factor de riesgo para la continuidad del ciclo económico global. En Gran Bretaña, por ejemplo, los precios de las propiedades están cerca de sus máximos históricos, tanto en relación a los precios promedio como en términos de la relación precio-renta de largo plazo (The Economist, 2017).

4. Los impactos de las tensiones comerciales

El fenómeno de la fragmentación productiva por lugares o por países y el dinamismo del comercio y las inversiones internacionales –como se mencionó en la introducción– están siendo actualmente desafiados, por cuestiones coyunturales y estructurales. Así, si el comercio crecía en las últimas tres décadas al doble o triple que el producto mundial, hoy –en el mejor de los casos– lo hace a una tasa próxima a la del PIB. Algo similar ocurre con el flujo de inversiones internacionales y el acortamiento de las cadenas de valor. Este nuevo escenario, si bien tuvo origen a partir de la crisis de 2008/9, se potenció en el último año, con la nueva política comercial de Estados Unidos, el avance en el Brexit y otras cuestiones. En cualquier caso, resulta difícil pensar en una reversión del proceso de internacionalización productiva, pero sí en cierta atenuación en sus ritmos de avance, que habrá que ir monitoreando.

En efecto, la escalada de las tensiones comerciales y el potencial alejamiento respecto de un sistema de comercio multilateral basado en reglas son riesgos críticos para las perspectivas mundiales. Desde la asunción del Presidente Trump en Estados Unidos, la retórica proteccionista se ha ido traduciendo, cada vez más, en medidas concretas, en la forma de aranceles a una variedad de importaciones —entre ellas, fundamentalmente las procedentes de China—, al mismo tiempo que los socios comerciales afectados tomaron o prometieron tomar represalias y otras medidas de protección. Pese a sus indefiniciones, también el Brexit genera temores por su potencial impacto negativo en el comercio global, fundamentalmente el europeo.

Así, luego de concluir que la importación de acero y aluminio representaría una amenaza a la seguridad nacional, Estados Unidos impuso aranceles de 25% y 10% (respectivamente) a las importaciones de estos productos. Posteriormente, y ante el reclamo de las contrapartes, exceptuó de estas medidas a la Argentina, Australia, Brasil

y Corea del Sur, entre otros. Por tanto, se trató de una medida de impacto directo en las exportaciones de China de dichos productos, a pesar de que luego se aplicaron estos aranceles también a otros países y regiones (INAI, 2018).

Más allá de estas primeras medidas, en 2018 Estados Unidos decidió aplicar aranceles a una lista de bienes importados desde China que abarca a unas 1100 partidas y se enfoca primordialmente en productos de sectores industriales que contribuyen o se benefician de la política industrial conocida como "Made in China 2025" e incluyen industrias tales como aeroespacial, tecnología de la información y las comunicaciones (TIC), robótica, maquinaria industrial, nuevos materiales y automóviles. Estas medidas derivaron de una investigación, iniciada ya en 2017, sobre las políticas y prácticas chinas de transferencia de tecnología, propiedad intelectual e innovación. Como resultado del análisis, Estados Unidos acusó al país asiático de llevar a cabo una serie de actos discriminatorios que dañarían a la economía norteamericana en un monto estimado de 50 mil millones de dólares anuales (INAI, 2018).

A partir de julio de 2018 entró en vigor un primer conjunto de medidas para 818 líneas, que representan aproximadamente USD 34.000 millones, con un arancel adicional del 25%. El segundo conjunto, vigente a partir de septiembre, contiene 284 líneas, por un valor de USD 16.000 millones en importaciones de China.

El 24 de septiembre, EEUU aplicó nuevos aranceles adicionales a una lista de 200 mil millones de dólares de importaciones provenientes desde China. En principio la alícuota sería de un 10%, pero subiría a 25% en enero de 2019 de no resolverse el conflicto. El nuevo listado cubre, 5.745 líneas arancelarias, completa o parcialmente (INAI, 2018). Se incluye una amplia variedad de productos agroindustriales, como carne de cerdo u otros animales, pescados, frutas y hortalizas, además de un amplio rango de bienes no agrícolas. Esta medida se suma a la ya existente, que afecta a importaciones por 50 mil millones de dólares.

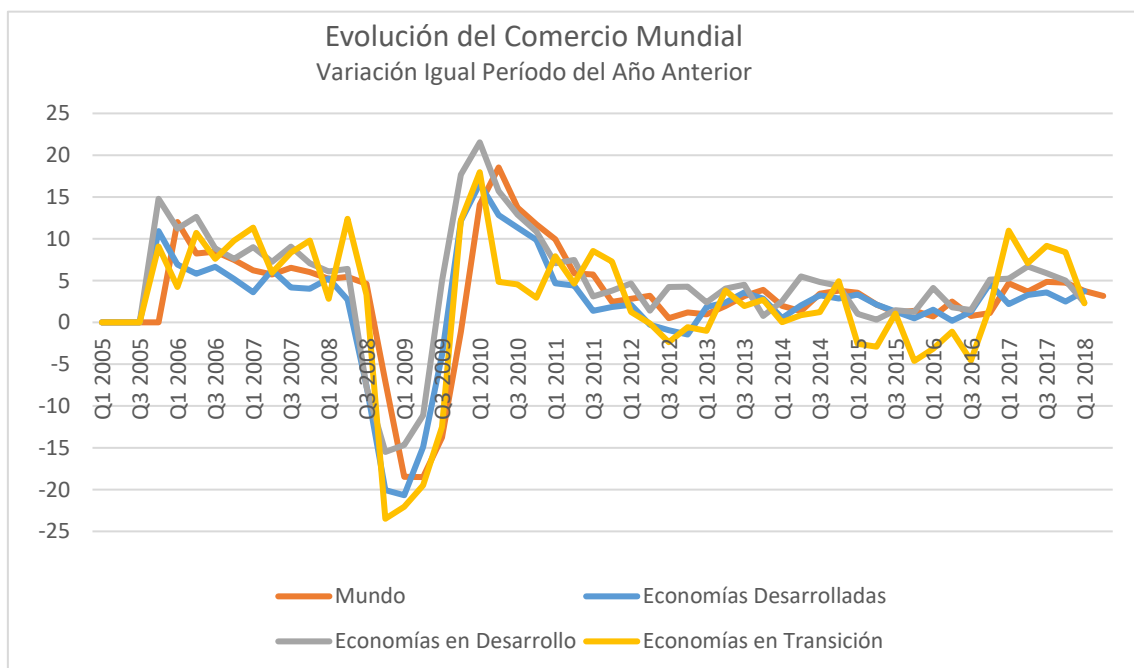
Si los aranceles al acero y al aluminio, así como la primera lista de julio, tenían escaso impacto en términos del alcance sobre el comercio total bilateral, las medidas establecidas en septiembre agregaron masa crítica al conflicto. En efecto, si desde el año 2000 el arancel promedio de los productos chinos para ingresar al mercado norteamericano era de 1,5%, como consecuencia de los nuevos derechos impuestos, la alícuota media se elevó al 3,2% (Gavekal, 2018).

La respuesta del Ministerio de Comercio de China fue aplicar aranceles adicionales a 5.207 líneas arancelarias, totalizando 60 mil millones de dólares de productos norteamericanos, con alícuotas de entre 5% y 10%. Este país no fue el único que encaminó medidas de retaliación. Por el contrario, tanto la Unión Europea como países socios de Estados Unidos en el ámbito del NAFTA –Canadá y México–, entre otros, impusieron derechos a la importación de diferentes productos norteamericanos en compensación de las medidas proteccionistas implementadas por ese país. Como consecuencia de ello, Estados Unidos denunció en julio de 2018 ante la Organización Mundial de Comercio a la Unión Europea, China, México, Canadá y Turquía por la aplicación de aranceles a sus exportaciones de manera discrecional, argumentando que

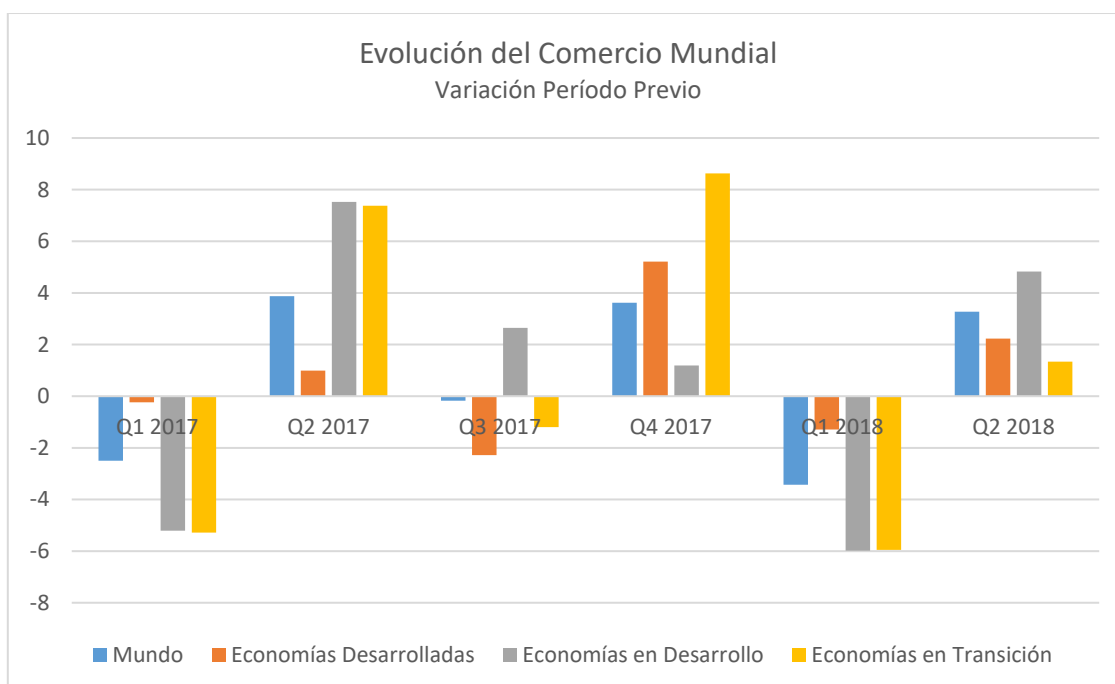
los gravámenes impuestos por la Casa Blanca al acero y el aluminio respondían no a presiones proteccionistas sino a cuestiones de seguridad nacional.

Por su parte, China y la Unión Europea -junto a otros países- también iniciaron gestiones ante el organismo multilateral a los efectos de abrir un panel para tratar la controversia generada por las medidas aplicadas por el gobierno norteamericano. Este clima de dificultades y tensiones comerciales ha sido contextualizado en el marco del Reporte de Medidas Comerciales del G 20, elaborado por la OMC y publicado en noviembre de 2018. En él se contabiliza la aplicación de 40 nuevas medidas restrictivas de los flujos de intercambio por parte de los países del G 20 entre mayo y octubre de 2018, cubriendo un monto de importaciones equivalente a los US\$ 481000 millones. Este valor resulta ser seis veces superior al registrado en el informe del período previo, y el más alto desde que se calcula este indicador en 2012 (OMC, 2018).

Dada esta situación, y en un marco más general de cambios estructurales en la dinámica del comercio, la OMC ajustó a la baja sus proyecciones de crecimiento del comercio mundial para 2018, pasando del 4,4% publicado en abril, a 3,9% en octubre. Para 2019, la desaceleración sería mayor, en torno a un 3,7% de crecimiento. En cualquier caso, estos ajustes son marginales y no representan los riesgos mayores que pudiera desatar esta guerra comercial.



Fuente. Elaboración propia en base a datos de UNCTAD Stat



Fuente. Elaboración propia en base a datos de UNCTAD Stat.

En efecto, el conflicto podría profundizarse aún más. El Presidente Trump sostuvo que, dependiendo de la reacción de China ante las medidas adoptadas, sería posible aplicar nuevas restricciones que alcanzaran a todo el universo de bienes. De ocurrir este escenario, y si la amenaza de imponer aranceles del 25% a todos los productos chinos se materializara, la tarifa efectiva se elevaría a 7,2%, la más alta desde 1967. Excluyendo las importaciones libres de derechos, la alícuota efectiva quedaría en 23,8%, las más elevada desde 1946 (Gavekal, 2018).

La intensificación de las tensiones comerciales y el consiguiente recrudecimiento de la incertidumbre en torno a las políticas podrían empañar el desempeño de las empresas y los mercados financieros, desencadenando volatilidad en los mercados y ralentizando aún más la inversión y el comercio internacional. El aumento de las barreras comerciales podría afectar las cadenas internacionales de suministro y frenar la difusión de nuevas tecnologías, reduciendo en última instancia la productividad internacional y, por ello, el bienestar.

De acuerdo a algunas estimaciones, el impacto de las trabas al comercio implicaría una disminución del 6,2% del flujo de intercambio de países avanzados, y de más del doble, 14%, en el caso de las economías emergentes y en desarrollo (Kutlina y Lakatos, 2017).

En cualquier caso, y más allá del comercio, los impactos de las tensiones y medidas proteccionistas podrían afectar no sólo el dinamismo de la producción y el empleo en diferentes países, sino también, la evolución de los precios internos de numerosos bienes y servicios, con las consecuentes presiones inflacionarias. Al respecto, podría llegar a tener alguna relevancia lo acordado en el documento final de Buenos Aires del G20 acerca de la necesidad de reformar la Organización mundial del comercio (OMC).

En igual sentido, las negociaciones entre China y EEUU relanzadas en el encuentro entre Donald Trump y Xi Jinping, en el marco de la reunión del G20 en Buenos Aires, pueden ser el inicio de nuevas conversaciones bilaterales tendientes a moderar estos impactos. En efecto, en dicha ocasión, los EEUU anunciaron la suspensión por 90 días del aumento del 10% al 25% de los aranceles sobre bienes chinos previsto para el 1ro de enero de 2019, que actualmente suman 200.000 millones de dólares de exportaciones a EEUU. En ese lapso se procurará lograr un acuerdo comercial más permanente, sujeto a que se logre lo propio en temas de alto interés para EEUU como piratería en propiedad intelectual, barreras no arancelarias y transferencias forzadas de tecnología. China acordó, además aumentar sus compras de bienes agropecuarios y manufactureros a EEUU, para reducir su saldo comercial favorable²⁰.

5. El mundo emergente y sus fragilidades frente al nuevo escenario

La problemática de las tensiones comerciales, la elevación de las tasas de interés en Estados Unidos, un menor dinamismo de las economías avanzadas, el alto endeudamiento a nivel global, la sobrevalorización de los activos, entre otros fenómenos, podrían generar impulsos hacia la desaceleración del crecimiento en los países emergentes y en desarrollo.

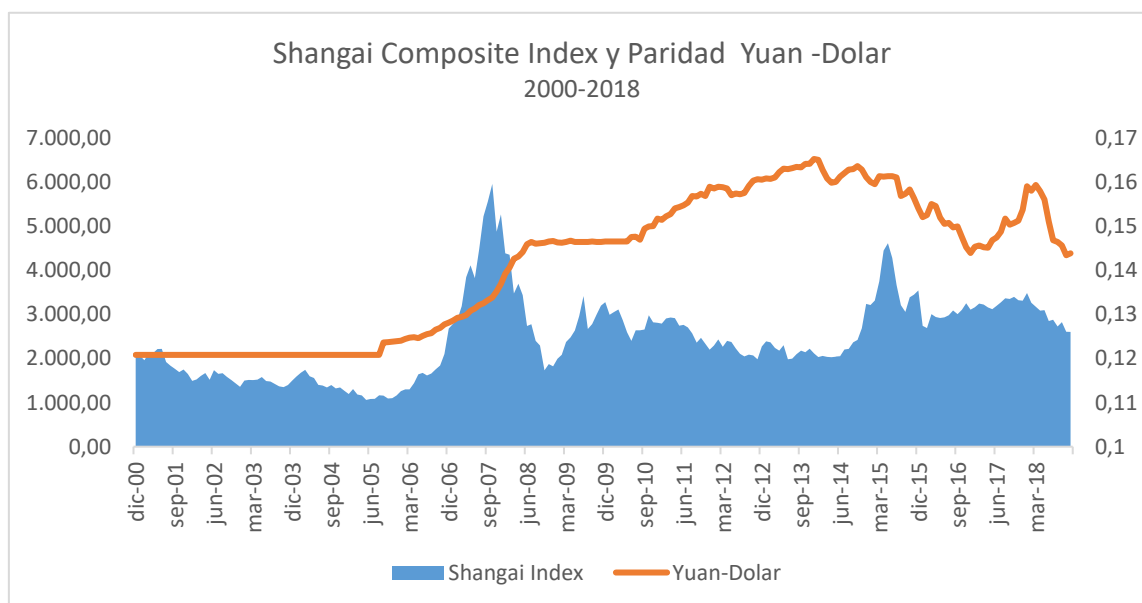
Según algunos autores, China podría desacelerar el crecimiento para hacer frente a su exceso de capacidad y de apalancamiento, a los fines de evitar un aterrizaje forzoso; por otro lado, los mercados emergentes, que ya están en situación frágil, seguirían padeciendo el proteccionismo y el endurecimiento monetario en Estados Unidos (Roubini et al., 2018).

En efecto, si bien la economía china crece 6,5% en lo que va de 2018 hay señales de desaceleración y su sector externo exhibe importantes debilidades (restó -0,7 p.p. al incremento del PIB), debido a la dinámica de las importaciones que están creciendo a tasas por encima del 20% interanual, aproximadamente el doble que las exportaciones. Por el momento, el deterioro no se debe tanto a los efectos de la guerra comercial con EEUU (de hecho, el superávit con EEUU marcó un nuevo máximo histórico en septiembre), sino al aumento en los precios energéticos, que están encareciendo las importaciones chinas (Bankia, 2018). De todos modos, este magro desempeño del sector externo es más que compensado por la dinámica de la absorción doméstica en 2018, tanto de la inversión (+5,4% interanual acumulado hasta el 3T18) como, fundamentalmente, del consumo (aporta 5,2 p.p. a la tasa de crecimiento del PIB)²¹.

²⁰ Si bien luego de dicho encuentro tanto Estados Unidos como China dieron señales de reafirmación de los compromisos asumidos para preservar la "tregua comercial", los mercados financieros parecen asumir como insuficiente y/o no alcanzables los objetivos prometidos. Dado el muy corto tiempo desde que se reanudaron las negociaciones, resulta difícil evaluar las posibilidades reales de alcanzar un acuerdo sustentable.

²¹ Si bien la economía china crece a la menor tasa desde la crisis de 2008, la desaceleración era en buena medida esperable y, además, está acompañada por un mayor aumento del consumo y un menor aporte de las exportaciones, cambios estos que van en la buena dirección. El consumo, que aportaba 51% al crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2017, aportó el 76,9% en el tercer trimestre de 2018. Por su parte, el aporte de las exportaciones en el mismo período, cayó de 0,8% a -9,7%.

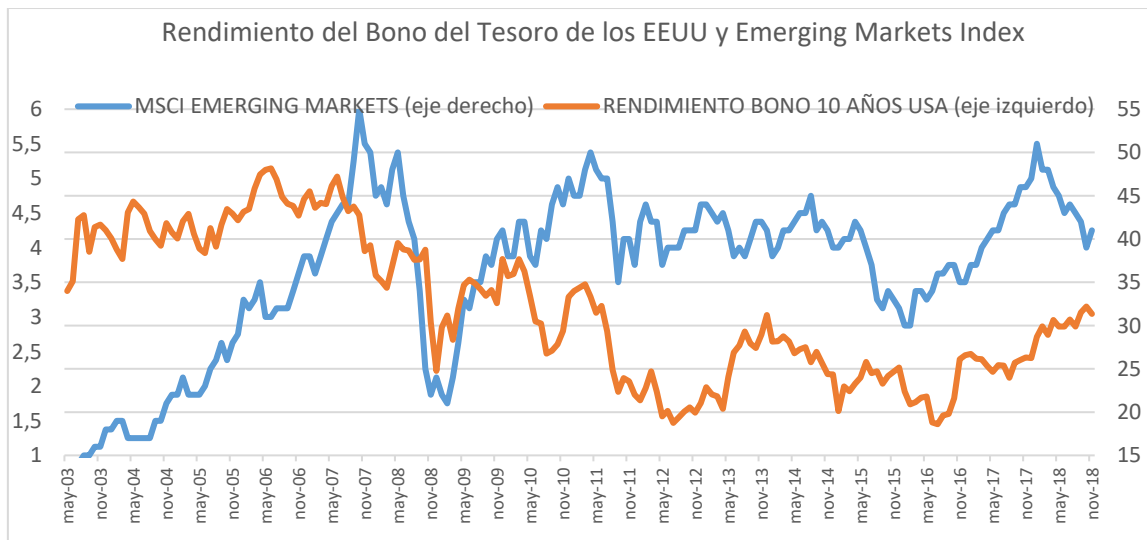
En línea con lo destacado en el acápite anterior, una importante amenaza al escenario de corto plazo de la economía china es, claramente, la guerra comercial con EEUU que, por el momento, afecta a la mitad de las exportaciones de China hacia EEUU (2% del PIB de China). Aunque el impacto directo de las medidas ya puestas en marcha aún no es apreciable en los indicadores de actividad, sí está afectando el ánimo inversor: la bolsa china se ha desplomado un 25% entre enero y fines de noviembre de 2018, siendo la que peor se ha comportado entre los grandes emergentes. Por su parte, el yuan se ha ido debilitando (6,7% en el año), hasta situarse en sus valores mínimos desde 2008 (Bankia, 2018).



Fuente. Elaboración propia en base a datos extraídos de Investing.com.

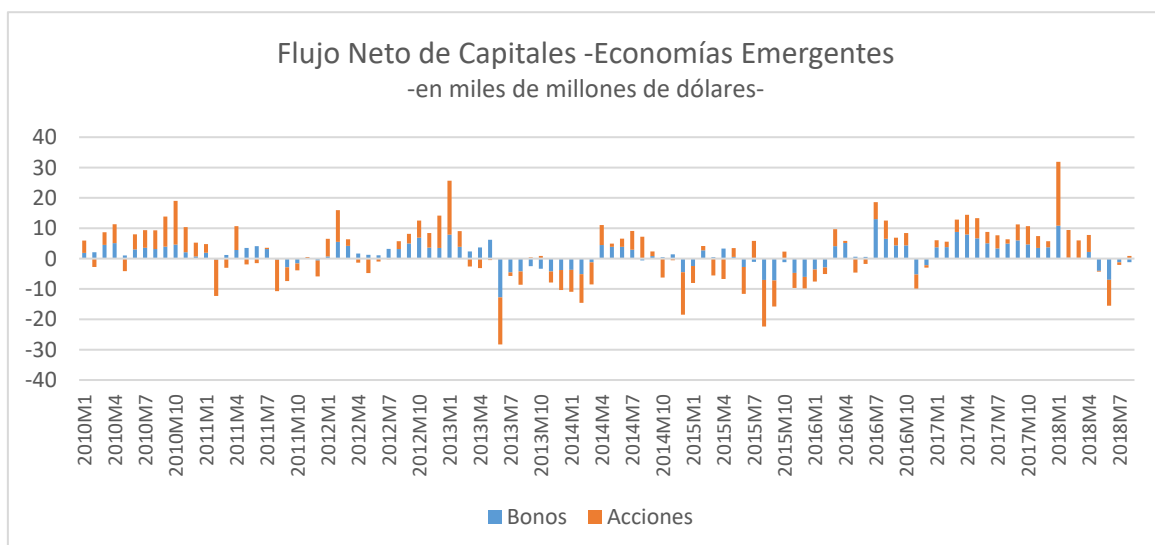
Para compensar el futuro impacto de los aranceles y el deterioro de las expectativas de crecimiento en el corto plazo, el gobierno ha introducido medidas de estímulo fiscal (recortes de impuestos y mayor gasto en infraestructura), en tanto que el banco central chino ha revertido en los últimos meses su política de restricción crediticia, mejorando las condiciones de financiación para las PYMES. Todo ello debería evitar un aterrizaje brusco de la economía.

Por otra parte, y más allá de China, el endurecimiento en las condiciones financieras internacionales, y una eventual apreciación del dólar, pueden llegar a presionar sobre el mercado de capitales de países emergentes, tal como se observó en el último año en algunos de ellos, especialmente los más frágiles en su sector externo. En efecto, y tal como se aprecia en el gráfico siguiente, los mercados emergentes han registrado severas bajas desde principios de 2018, en tanto que los rendimientos de los bonos norteamericanos han tendido a repuntar en el mismo período. Si bien este comportamiento del presente año no resulta auspicioso, es de destacar que en el período 2004-2008 -como se ve en el gráfico- en un contexto de subas de tasas de interés, los mercados emergentes mejoraron fuertemente, en paralelo a la suba del rendimiento de los bonos de EEUU.



Fuente. Elaboración propia en base a datos extraídos de Investing.com.

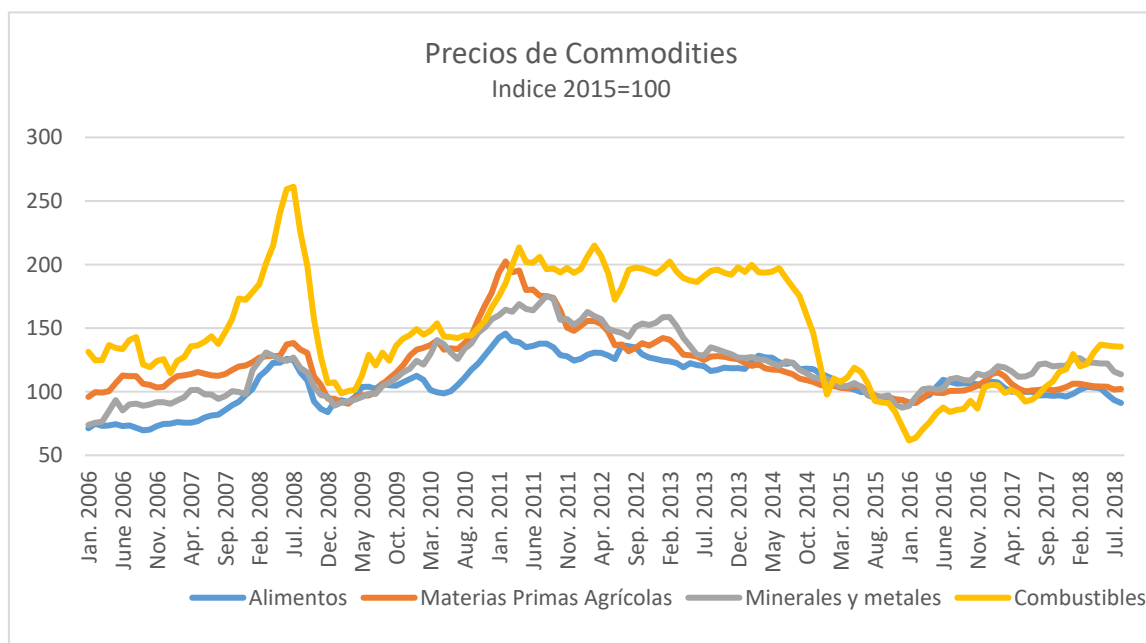
Más allá de los rendimientos, desde mayo de 2018 se observa una reversión del flujo neto de capitales hacia países emergentes, luego de 16 meses consecutivos de arrojar balances positivos.



Fuente. Elaboración propia en base a FMI (2018 a).

Algo similar ocurre con el mercado de bienes. Si cuando el comercio crece menos es esperable que los precios de los commodities tiendan a sufrir reducciones, impactando mayormente sobre los países emergentes y en desarrollo productores de este tipo de bienes, existen otros factores que pueden alterar dicho desempeño. Así, por ejemplo, desde 2016 el comercio mundial estuvo estancado (o creciendo muy levemente) y los precios de los commodities recuperaron parte del terreno perdido luego de la contracción post crisis global.

No obstante, en los últimos meses se observó una fuerte caída del precio del petróleo, aunque se trata del más regulado –del lado de la oferta– de los commodities transados internacionalmente, por lo que su cotización depende de factores más amplios y complejos. Los alimentos también registran una corrección en sus precios.



Fuente. Elaboración propia en base a UNCTAD Stat.

Según el FMI, este debilitamiento del escenario internacional podría entrañar todavía más dificultades a las economías emergentes y en desarrollo si se acelerase de forma súbita el stress financiero global, lo que podría provocar correcciones en los mercados, bruscas variaciones del tipo de cambio y un mayor ajuste de los flujos comerciales y de capital. “Estimamos que las economías emergentes —excluida China— podrían enfrentarse a flujos de salida procedentes de la cartera de deuda de hasta USD 100.000 millones, un nivel similar al de las salidas de capital registradas durante la crisis financiera mundial” (Lagarde, 2018). Más en general, el FMI (2018 d) sintetiza los siguientes riesgos, vulnerabilidades y amortiguadores de los mercados emergentes.

RIESGOS	VULNERABILIDADES	AMORTIGUADORES
Aceleración en la normalización de la política monetaria en economías avanzadas.	Gran necesidad de financiamiento externo.	Disponibilidad de reservas en moneda extranjera.
* Dólar más fuerte. * Tasas de interés más altas.	Elevado apalancamiento.	Marco de políticas ajustado.
Riesgos políticos: * Guerra comercial. * Incertidumbre política.	Deuda de corto plazo en moneda extranjera Inversores volátiles.	Amortiguador fiscal Base fuerte de inversores locales.
Contagio.	Riesgos comerciales.	Mercados financieros locales profundos y líquidos.

Fuente: FMI (2018 d).

Coincidimos con lo reflejado en la tabla del FMI, con una excepción. Como se ha dicho en el texto y se reitera en la sección 6, en nuestra visión no necesariamente se va a fortalecer el dólar de los EEUU, y las tasas de interés pueden tener un techo más bajo que el implícito en la tabla. Ambos factores dependerán de la evolución de la inflación en EEUU, aunque en sentido inverso. Si la inflación se acelera, las tasas de interés de la política monetaria de la Reserva Federal, subirán más, pero el dólar puede depreciarse, al no ser visto como un refugio tan seguro. Así ocurrió en el largo período de casi cuatro años que precedió a la Gran Recesión de 2008²².

6. Síntesis y Conclusiones

6.1. Introducción: la disyuntiva. En la mayor parte de la década transcurrida desde la Gran Recesión, que tuvo epicentro en los países desarrollados (PD), el mundo ha venido atravesando un sendero de crecimiento, impulsado sobre todo por China y los países emergentes (PE), en particular los de Asia, y acompañado por la recuperación del ritmo de actividad de las economías maduras.

Este ciclo positivo, caracterizado por un menor nivel relativo de integración productiva y comercial a escala global, ha venido acumulando fuertes desbalances y evidencia crecientes síntomas de desgaste. En efecto, luego de 112 meses consecutivos de crecimiento del PIB en Estados Unidos, 204 meses en Inglaterra, 338 en Australia y una dinámica ininterrumpida en muchos otros países del planeta, dichos signos de debilitamiento podrían estar evidenciando el fin de tan extenso período.

A este respecto, *la pregunta central es si estamos ante un cambio de ciclo internacional con capacidad para auto regularse o en presencia de un proceso de gestación de una crisis global derivada de los desequilibrios acumulados.* Dicho de otro modo, si el mundo enfrenta el fin de una etapa de manera “natural” y administrada o si se trata, en cambio, de un proceso crítico, consecuencia de la pesadez de la herencia, de políticas erradas o insuficientes y de los desbalances generados por ellas.

En favor de esta última vertiente de pensamiento se mencionan factores tales como el record mundial e histórico en materia de endeudamiento, una sobrevalorización de los mercados de activos financieros e inmobiliarios, que puede ser una burbuja, la guerra comercial entre Estados Unidos y China –hoy en estado de tregua parcial- que involucra también a otros actores relevantes y, en fin, las presiones inflacionarias en algunos países, entre otras variables desestabilizadoras.

Alternativamente, quienes defienden la idea de un ciclo natural de la economía global, mencionan la suba gradual de tasas de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos como medio para ajustar una economía que venía creciendo por encima de sus posibilidades y que había comenzado a mostrar signos de “calentamiento”. En igual sentido, aunque reconocen cierta revalorización de los activos inmobiliarios y

²² Ver páginas 5 a 8 y 21.

financieros, no consideran que ellos lleven necesariamente a una debacle. Argumentan que, a diferencia de la crisis de 2008-2009, la suba de precios de las propiedades no está financiada de manera irregular por derivados financieros de alto riesgo y comprometiendo a muchos bancos²³. En cuanto a los países emergentes, se subraya su dinamismo, impulsado por la industrialización y la urbanización basadas en una migración rural-urbana que encuentra un aumento de la inversión debido, a su vez, a salarios inferiores a la productividad marginal (Lewis, 1954).

Un punto de coincidencia de ambas visiones es la preocupación por las tensiones comerciales desatadas por la política de Estados Unidos –en particular con China- cuyo alcance, implicancias y derivaciones son amenazantes, aunque –aún- difíciles de evaluar de cara al futuro.

En función de ello, en este documento enumeramos los que, a nuestro juicio, son los principales determinantes de los desequilibrios principales del escenario económico internacional, intentando evaluar las posibilidades de que el ciclo de crecimiento mundial pueda revertirse en el futuro próximo y, por otro lado, las características que podría presentar este eventual escenario. La disyuntiva crucial, como ya se mencionó, es si pudiéramos llegar a estar ante una crisis internacional determinada por los desequilibrios que se han ido acumulando en los últimos años, o bien, ante un próximo cambio de ciclo autorregulado, factible de ser administrado por los hacedores de política. Como es obvio, tanto la ocurrencia de este proceso de cambio, como la forma que adopte, son cruciales tanto por su impacto sobre la economía mundial como por sus derrames sobre el mundo emergente, incluyendo a la Argentina.

6.2. Semáforos de riesgos. Como último insumo previo a las conclusiones finales, se presentan dos cuadros que evalúan los principales riesgos que enfrentará la economía global en el bienio 2019-2020, medidos con colores análogos a los del semáforo, pero con cuatro opciones: **rojo** (peligro), **naranja** (cuidado), **amarillo** (atención) y **verde** (bajo riesgo). Además de los promedios globales, se muestran los de los subconjuntos de PD y PE y, separadamente, los de países considerados relevantes, sea por su gravitación global (EEUU, Europa, Japón, China e India) o por ser los más riesgosos, a saber, Italia entre los PD, y la Argentina, Brasil, los países de Medio Oriente en su conjunto, Sudáfrica y Turquía entre los PE. El cuadro no registra los “efectos de segunda vuelta” originados en eventuales contagios que podrían modificar los valores de las variables allí consignados.

²³ En lo que respecta a la Unión Europea, y en especial al área del euro, todo indica que el bajo crecimiento de varios países fue, en buena medida, causado por las tardías y tímidas políticas monetarias del Banco Central Europeo ante la crisis de 2008, que se extendieron en parte hasta 2011, cuando asumió su presidencia Mario Draghi, y que contrastaron de modo estridente con la rapidez e intensidad de reacción de la Reserva Federal de los EEUU

Semáforo de riesgos 2019-2020 por grandes grupos o regiones y algunos países 1

	Stocks				Flujos		
	Deuda pública % PIB	Deuda privada % PIB	Acciones CAPE ratio	Precios Inmuebles	Crecimiento 2018-19	Res. Fiscal % PIB	Impacto del proteccionismo
ECONOMÍA GLOBAL	77.9 (+)	...	22.7		3.7 -	- 3.2 -	
Países desarrollados	103.6 =	...	24.2		2.25 -	- 2.5 -	
- EEUU	108.0 +	202.8	29.4		2.7 -	- 4.8 =	
- Europa	82.1 -	...	21.9*		1.95 -	- 0.6 +	
- - Italia	128.9 (-)	168.9	16.1		1.1 -	- 1.8 +	
- Japón	236.9 (-)	229.4	24.9		1.0 -	- 3.2 -	
Países emergentes	52.2 +	...	14.6		4.7 =	- 3.8 -	
- China	53.7 +	210.0	13.8		6.4 -	- 4.3 +	
- India	88.1 -	...	20.8		7.35 +	- 6.5 -	
- Turquía	33.5 +	170.8	7.8		1.95 -	- 5.0 +	
- Sudáfrica	57.1 +	...	16.2		1.1 +	- 4.5 =	
- Argentina	59.4 -	...	12.1*		- 2.1 +	- 2.7 -	
- Brasil	90.6 +	...	14.6		1.9 +	- 8.1 -	
- Medio Oriente	40.4 =	...	12.3*		2.55 +	- 2.2 -	

Notas. Definiciones. Verde: bajo riesgo. Amarillo: atención. Naranja: cuidado. Rojo: peligro. Europa es el área euro. Los signos +, = y -, después de la cifra, indican la tendencia 2018-23. Los paréntesis indican que la tendencia es suave. 1. *Datos fiscales*, fuente FMI, promedio 2018-2020 y la media global es simple: (PD + PE) / 2. La deuda pública es deuda bruta. La deuda de la Argentina está en zona roja por el alto porcentaje en moneda extranjera. 2. *Deuda privada*. EEUU, Italia y Japón: <https://tradingeconomics.com/country-list/private-debt-to-gdp>; China: Bloomberg. Resto: estimaciones cualitativas propias. 3. *Acciones*. Versión CAPE (PER de Shiller), que es el p/e cíclicamente ajustado. Europa = Europa desarrollada. Fuente: <https://www.starcapital.de/en/research/stock-market-valuation/>. Para la Argentina y Medio Oriente es p/e por no estar disponible el CAPE. 4. *Inmuebles*. Estimación propia, aproximada, en base a las consideraciones de la sección 3.2 del texto. 5. *Crecimiento*. Proyecciones FMI 2018-19; colores según riesgo, estimación propia. 6. *Comercio exterior*. Rojo: dependencia del comercio con China =o> a 20%. Naranja: cerca del 10% o relevante. Amarilla: < 10%.

Semáforo de riesgos 2019-2020 por grandes grupos o regiones y algunos países 2

	Bal.de pagos	Precios			Commodities		Situación política	
	% PIB	Inflación	Tasas política	Rend. bonos	Riesgo volatilid.	Estabilidad	Certidumbre	
ECONOMÍA GLOBAL	Neutro	3.5	Diversidad	Diversidad	Riesgo volatilid.	Diversidad	Decreciente	
Países desarrollados	0.6 -	2.0 =	Bajas	Bajos +	Petróleo ↑	Historia	Previsibilidad -	
- EEUU	- 2.75 -	2.4 + *	Suba acotada	3.14	Petróleo ↓	Historia	Previsibilidad -	
- Europa	2.95 - ^	1.7 +	Suba lejana	0.37	Petróleo ↑	Historia	Populismo	
- - Italia	1.8 -	1.3 (=)	Suba lejana	3.49	Petróleo ↑	Historia corta	Populismo	
- Japón	3.7 +	0.9 -	Suba lejana	0.4	Petróleo ↑	Historia corta	Alta	
Países emergentes	0.0 -	5.0 -	Diversidad	Diversidad	Diversidad	Historia corta	Muy variada	
- China	0.7 -	2.2 (+)	Bajas	3.2	Suba fuerte	Autoritaria	Luce sólida	
- India	- 3.75 -	4.7 =	Medias bajas	7.79	Neutral	Historia corta	Previsible	
- Turquía	- 3.55 +	15 =	Altas	17.4	Suba fuerte	Historia corta	Previsibilidad -	
- Sudáfrica	- 3.35 -	4.8 +	Medias	9.05	Caída fuerte	Historia corta	Previsibilidad -	
- Argentina	- 3.45 =	31.8 -	Altas	11.3	Soja/China	Historia corta	¿Elec. 2019?	
- Brasil	- 1.45 +	3.7 +	Medias altas	7.91	Caída fuerte	Historia corta	Previsibilidad -	
- Medio Oriente	1.85 -	10.8 -	Variadas	Sin datos	Petróleo ↓	Inestabilidad	Previsibilidad -	

Notas. Definiciones. Verde: bajo riesgo. Amarillo: atención. Naranja: cuidado. Rojo: peligro. "Europa" es el área del euro. 7. *Balanza de pagos*. Fuente: FMI. ^ Grandes diferencias entre países en el área euro. 8. *Inflación*. IPC 2018 promedio anual estimado; tendencia a 2020, FMI. EEUU: el signo + es estimación propia. 9. *Tasas de política*: netas de inflación; estimación propia. 10. *Rendimiento de bonos*: estimación propia. 11. *Commodities*: estimación propia. 12 y 13. *Situación política*: estimación cualitativa propia.

Considerando cada una de las 14 filas de países o grupos y las 14 variables verticales tenemos un total de 196 semáforos, con 22 verdes, 68 amarillos, 87 naranjas, 18 rojos y

1 neutro (el balance de pagos global, por definición=0). Esta distribución evidencia tres rasgos de la coyuntura actual. Primero, se trata de una **situación riesgosa**, como lo muestra el predominio de los casos de atención (34,7%) y, sobre todo, de cuidado (44,4%) y de peligro (9,2%), reuniendo así un 88,8% del total. Segundo, la situación es **incierto**, y se manifiesta en que los casos intermedios y más inciertos (los amarillos y naranjas) totalizan un 79,6% del total. Tercero, **dentro de la incertidumbre predomina el riesgo**, como se manifiesta en las 87 situaciones de cuidado (44,4% del total) y las 18 de peligro (9,2%), es decir, más de la mitad del total (53,6%). Traduciéndolo en palabras, estamos frente a un mundo incierto y riesgoso, y no ante uno cierto, y apacible o igualmente cierto, pero peligroso.

El conjunto de los PD tiene 2 semáforos verdes, 6 amarillos, 5 naranjas y 1 rojo. Por su parte, los PE muestran 2 semáforos verdes, 5 amarillos, 7 naranjas y ningún rojo. Se trata de situaciones bastante parejas, pero si al semáforo rojo en la deuda privada de los PD, agregamos el mayor riesgo de que ellos contagien a otros países resulta que, para el período 2019-20, los PD aparecen más riesgosos que los PE para la economía global. Esta percepción se afianza al observar que, cuando se los analiza individualmente, los PD presentan 6 rojos, a saber, la deuda privada y las valuaciones accionarias en los EEUU, la deuda pública en Italia y, en Japón, ambas deudas más la alta exposición al proteccionismo derivado de la guerra comercial entre China y EEUU.

Sin embargo, los PE presentan 11 rojos en 7 países, una proporción algo mayor de peligro que de los PD. Por esta y otras razones, la disrupción de la economía global también podría tener su disparador en los PE. Tal evento sería grave para la economía global si el disparador ocurriera en China –por ejemplo, con una desaceleración significativa de su crecimiento- o en India –por ejemplo, con una caída bursátil y/o un aumento importante de su riesgo país. En el análisis individual de los PE, la Argentina y Turquía tienen 3 rojos, Brasil y China 2, India 1 y Medio Oriente y Sudáfrica, ninguno. Este país africano, sin embargo, muestra un record de 10/14 naranjas, y por ello también requiere atención. La Argentina, por su parte, es el único país de los nombrados que tiene actualmente un programa con el FMI. Esto podría fortalecer su posición porque dicho organismo también está interesado -y comprometido en su reputación- en que el país pueda cumplir con el programa, reduciendo sustancialmente el déficit fiscal y la inflación y saliendo de la recesión. Entre los demás PE, Brasil y Turquía son quienes tienen mayores posibilidades de necesitar un programa con el FMI y, al mismo tiempo, la ventaja de poder contar con el mismo en caso de necesidad.

Volviendo a la perspectiva conjunta, ¿cuáles son las situaciones nacionales y temáticas más preocupantes, medidas por los semáforos rojos? Lidera la deuda pública con 4 casos: Italia, Japón, la Argentina y Brasil. Le siguen con 3 rojos la deuda privada -preocupante por su magnitud en China, EEUU y Japón- y el déficit fiscal de Brasil, India y Turquía. Con 2 rojos aparecen el rendimiento de los bonos (“riesgo país”) de la Argentina y Turquía, y el impacto del proteccionismo comercial en China y Japón. En este último país porque un 20% del total de sus exportaciones se dirige a China, más del doble que las de EEUU al mismo país. Un solo rojo encontramos en 3 casos: la

sobrevaluación de acciones en EEUU, las altas tasas de interés real de la política monetaria en Turquía²⁴ y la alta inflación en la Argentina.

6.3. Síntesis final: ¿crisis o un ciclo autorregulado?

6.3.1. Los tres escenarios 2019-2020. En nuestra visión, son tres los escenarios más probables para la economía global. Los dos primeros pertenecen a lo que hemos llamado en este trabajo un “ciclo autorregulado”. Por un lado, una desaceleración sin recesión en los principales países o en agregados de los mismos, con caída del crecimiento global hasta entornos del 3%, a 2% en los PD y a 4% en los PE. Alternativamente, una recesión, pero limitada y controlada, con inflación estable en EEUU y caída del crecimiento global a un entorno de 2%, a 1,3% en los PD y a 3% en los PE. A esto se agregan algunas economías desarrolladas en recesión (Italia y Japón son los más expuestos), conduciendo a menor inflación, o inclusive deflación en los países nombrados. El tercer escenario es el de una crisis más profunda, con magnitud difícil de determinar. En los tres casos domina el desempeño de la economía de los EEUU, luego la de China y en tercer lugar la de Europa, junto con la de algún PE relevante, como Brasil.

6.3.2. Probabilidades y principales determinantes de los escenarios. Los principales determinantes de la probabilidad de ocurrencia de los escenarios son los que siguen.

a) Evolución de la inflación, el nivel de actividad y la política monetaria en los EEUU. Se consideran tres alternativas.

a1) Desaceleración suave. En ese escenario, la inflación se estabiliza en EEUU en torno a los valores actuales y esto permite a la Reserva Federal de EEUU dejar la tasa en 2,5%, después de la probable alza de diciembre 2018 o, más dudoso, de subirla a 2,75% en 2019. Otorgamos a este escenario una *probabilidad mínima del 40%*.

a2) Tendencias recesivas en EEUU y otros países. La inflación en EEUU se estabiliza, con sesgo descendente y las tasas de la Reserva Federal se estacionan inicialmente en un máximo de 2,5%, y luego ceden si las tendencias recesivas se extienden en el tiempo. Estimamos la *probabilidad máxima de este escenario en 40%*. Si bien es similar a la del escenario a1, su estabilidad en el tiempo es más frágil. Esto se debe a que, si bien las tendencias recesivas pueden “ablandar” la política monetaria de la Reserva Federal de los EEUU, la debilidad de la economía puede afectar negativamente los balances fiscales, la deuda pública y la deuda privada, complicando su manejo. Sin embargo, es todavía

²⁴ La tasa de política monetaria en Turquía es hoy 24% anual y, dado que la inflación es del orden de 22%, puede dudarse de la eficacia de dicha tasa, lo que podría originar nuevos ataques especulativos, como el ocurrido entre marzo y agosto de 2018. En la Argentina, la tasa de política monetaria está levemente por debajo de 60% anual, y es mucho más alta en términos reales que la de Turquía, ya que la inflación anualizada se ubica en el 40%. Aunque la decisión es opinable, aquí hemos puesto un rojo a Turquía y un naranja a la Argentina, por estimar que, en las actuales circunstancias, el riesgo de un ataque especulativo para Turquía es más peligroso que el riesgo de una recesión más intensa en la Argentina. A partir de noviembre de 2018 han empezado a aparecer señales de que la caída de la economía se está desacelerando.

muy amplio el conjunto de herramientas monetarias, y en menor medida fiscales, que podrían aplicarse tanto en este escenario como en el siguiente²⁵.

a3) Crisis global, iniciada en una aceleración inflacionaria en EEUU o, alternativamente, como derivación del escenario a2, de tendencias recesivas. En ambas alternativas no puede precisarse a priori la intensidad de la crisis, sobre todo en comparación con la Gran Recesión de 2008-2009. A favor de una visión optimista, en la que se evita dicho escenario, encontramos dos factores: el aprendizaje de los hacedores de política por la experiencia previa –que podría llevar a “naturalizar” tasas de interés negativas u otras medidas audaces (ver nota 25), sobre todo en Europa y Japón y, por otro lado, la mejor situación de los bancos, muy especialmente por su menor exposición a activos de alto riesgo, como lo fueron las hipotecas *securitizadas* (muchas, de baja calidad) en la crisis anterior. En contra de la visión optimista podemos identificar tres factores. El primero es el mayor endeudamiento público, que puede limitar la expansión anti-cíclica del gasto²⁶; el segundo es el alto nivel de deuda privada, en especial los préstamos apalancados otorgados por fuera del sistema bancario y el tercero es la amenaza al comercio global, principalmente por el conflicto entre China y EEUU. *Escenario a3.1. Aceleración inflacionaria, en especial en EEUU.* La búsqueda de la reelección lleva al presidente Trump a mantener o a acentuar las tendencias proteccionistas y las políticas fiscales expansivas. Unidas a un mercado laboral tenso, esto lleva a una inflación igual o mayor al 2,5% y a los consecuentes aumentos de la tasa de interés de la Reserva Federal –quizás, con tres aumentos de un cuarto de punto en 2019- y de los rendimientos de los bonos del Tesoro de EEUU, esto último por un menor atractivo del dólar como refugio. La depreciación del dólar favorece a los PE productores de commodities. El crecimiento se mantiene al principio, pero luego se desacelera –inclusive bruscamente- por las tendencias imperantes más el efecto de mayores tasas de interés, amenazando inclusive una recesión global. *a3.2. Las tendencias recesivas se profundizan.* Alternativamente, el escenario a2) se profundiza y deriva en una crisis de alcance global. Otorgamos al conjunto de los dos escenarios a3 una probabilidad del 20%.

Probabilidades de las alternativas para la economía global: a1≡a2=40%; a3=20%.
--

b) Evolución del comercio global, con tres alternativas.

b1) Solución estable y pro-comercio del conflicto entre China y EEUU.

b2) Solución parcial del conflicto China-EEUU, en línea con la “tregua de Buenos Aires”.

b3) Se afianza el proteccionismo, incluyendo el incumplimiento de la “tregua de Buenos Aires”.

Probabilidades de las alternativas del comercio global: b2, b3 y b1, en ese orden.
--

²⁵ Ver *The Economist* (2018 c). Pese a su título, “La próxima recesión”, allí se analiza el amplio espectro de políticas disponibles. Esta es una razón principal por la que creemos más probables los escenarios a1 y a2 que el a3, y también por las que pensamos que el 40% de a1 es un mínimo y el 40% de a2 es un máximo.

²⁶ En *The Economist* (2018 c) se presentan argumentos que relativizan en parte tal limitación fiscal.

c) Riesgo de burbujas en los mercados de acciones e inmuebles. Se presentan cuatro alternativas, sin distinguir entre ambos mercados, dado que usualmente están correlacionados.

c1) Estabilidad.

c2) Corrección suave (en el orden de 15%).

c3) Corrección brusca.

c4) Recuperación transitoria, luego corrección brusca.

Probabilidades alternativas del riesgo de burbujas: c1=c2, c3 y c4, en ese orden.

d1) Deuda pública, con tres alternativas.

d1.1) Aumento, suave en la mayoría de los países por demanda decreciente de bonos soberanos.

d1.2) Estabilidad.

d1.3) Disminución.

Probabilidades de las alternativas para la deuda pública: d1.1, d1.2, d1.3, en ese orden.

d2) Deuda privada, con tres alternativas.

d2.1) Aumento, suave en la mayoría de los países por demanda decreciente de bonos privados.

d2.2) Estabilidad.

d2.3) Disminución.

Probabilidades de las alternativas para la deuda privada: d2.1, d2.2, d2.3, en ese orden.

e) Riesgos de crisis endógenas en países emergentes (PE). Si ellas se presentan en algún PE de peso, el riesgo de contagio a otros de sus pares puede ser significativo, tal como se vio en 2018 con la crisis de Turquía, y en muchos otros casos anteriores²⁷. Como factores desencadenantes más probables vemos ataques especulativos contra las acciones y la deuda pública y privada; también, dificultades para financiar el déficit fiscal que, dados los niveles de deuda y de riesgo-país, puede llevar a reestructuraciones de deudas, al menos parciales. Las vulnerabilidades por países pueden verse en los rojos de los cuadros de semáforos de riesgos. Una síntesis referida al orden de los riesgos por países ubica en primer lugar a Turquía; luego a la Argentina (muy dependiente de los resultados de la elección presidencial de 2019); con menores riesgos, en ese orden, a Brasil y Sudáfrica; y por último a China, India y algún país de Medio Oriente. Por cierto, las que más afectarían a la economía global son las de China e India que, afortunadamente, son también las menos probables. Les siguen, en orden de riesgo de contagio, las de Brasil, Turquía, Sudáfrica y, por último, las de algún país de Medio Oriente y la de Argentina.

²⁷ Por ejemplo, las crisis de México de 1994, la de Asia en 1997, la de Rusia en 1998 y la de Brasil en 1999.

6.3.3. Conclusiones finales. Nuestra síntesis final, como queda dicho, otorga mayores y parejas probabilidades (del orden del 40%), a las alternativas de desaceleración suave y tendencias recesivas. Si la inflación en los EEUU se mantiene en el entorno actual aumentan las probabilidades del escenario a1, aun respecto del a2. Bastante menos probable aparece el escenario a3, cuya chance la vemos en el orden del 20%.

6.3.3.1. Escenario de desaceleración suave. Considerado el más probable, se caracteriza por los siguientes rasgos. Inflación estable o con leves subas en los EEUU permiten mantener la tasa de la Reserva Federal en 2,5% después de la presunta alza de diciembre 2018 o, menos probable, de subirla a 2,75%, a lo sumo, en 2019. Solución parcial, pero estable, al conflicto China-EEUU, estabilidad o corrección suave de los mercados de acciones e inmuebles, endeudamiento público y privado en muy leve ascenso o estable como porcentaje del PIB, según los países y, por último, sin crisis serias en los PE reseñados en este trabajo. La sostenibilidad de este escenario a partir de 2020 dependerá de mejoras de las posiciones fiscales -al menos en los países con semáforos rojo o naranja en deuda pública o déficit fiscal- moderación del endeudamiento privado y mayor selectividad en los mercados de acciones e inmuebles.

6.3.3.2. Escenario de tendencias recesivas. En este escenario, de probabilidad similar al anterior como valor máximo, disminuye aún más el riesgo de alza de las tasas de interés, y también habría margen para una reducción gradual; corrigen algo más fuerte, pero sin derrumbe, los mercados de acciones, y en menor medida los inmobiliarios (por la expectativa de tasas de interés iguales o menores); la deuda pública aumenta por políticas anti cíclicas en los países con margen para ello, lo propio ocurre, en menor medida, con la deuda privada y, finalmente, no hay crisis serias en los PE de mayor tamaño. El factor más negativo e influyente para la ocurrencia de este escenario es que China y EEUU no logren un acuerdo, afianzando así las tendencias proteccionistas globales. Como se dijo antes, la principal duda sobre este escenario es su sostenibilidad en el tiempo, dado que la recesión, aunque sea selectiva, puede afectar negativamente los balances fiscales, la deuda pública y la deuda privada.

6.3.3.3. Escenario de crisis global. Este escenario, como se dijo, es el menos probable (20%), aunque no imposible. Puede darse tanto con una aceleración inflacionaria previa –por políticas fiscales expansivas y proteccionistas impulsadas por el presidente Trump en busca de su reelección- o bien por una profundización del escenario a2 recién descrito. En el caso inflacionario, el PIB norteamericano y la inflación aumentan al principio, luego decaen por una política más agresiva de la Reserva Federal. Los mercados de activos y deudas siguen la misma trayectoria de ascenso inicial y posterior descenso. El dólar puede depreciarse inicialmente, por la mayor inflación, favoreciendo a los precios de las commodities (tal como ocurrió entre 2004 y 2008) y contrapesando, de algún modo, el impacto negativo sobre los PE que podría originarse en la suba de las tasas de interés²⁸. En el caso, alternativo, de originarse la crisis global en una profundización de las tendencias recesivas, es mayor la probabilidad de correcciones bruscas en los mercados, sobre todo el de acciones, y también de crisis en algún PE

²⁸ El nivel de deuda pública de muchos países emergentes es más alto hoy que entre 2004 y 2008.

relevante. El aprendizaje de la Gran Recesión llevará muy probablemente a que los hacedores de políticas económicas, sobre todo en los PD, apliquen más rápida e intensamente los instrumentos de entonces –tales como fuertes reducciones de las tasas de interés o aumentos de la emisión monetaria- o de otros nuevos (notas 25 y 26). No hay que descartar la ocurrencia de “consolidaciones” de deudas, públicas y privadas. En cuanto al conflicto entre China y EEUU por el comercio, el clima de crisis global podría ser más favorable a un acuerdo más estable, al poner a los líderes políticos entre la espada y la pared.

6.3.3.4. Monitoreo de los riesgos y condicionalidades de los escenarios. La verificación de los escenarios dependerá en buena medida de lo que ocurra con algunos factores críticos, varios de ellos riesgosos y difíciles de pronosticar, y todos de imprescindible monitoreo. Los cinco principales son los que siguen.

6.3.3.4.a. Riesgo tasas de interés. Como se dijo antes, la valuación de los activos depende crucialmente del nivel de dichas tasas. Su suba por parte de la Reserva Federal dependerá (casi) linealmente de la tasa de inflación y, en menor medida, del nivel de actividad económica. Por eso, si se cumplen los supuestos de baja inflación y crecimiento moderado, el escenario de desaceleración suave y no recesiva es el de mayor probabilidad de cumplimiento.

6.3.3.4.b. Riesgo de proteccionismo. Centrado en el curso del conflicto comercial entre China y EEUU, será muy influyente. Si la “tregua” en curso no da frutos y vuelve el “estado de guerra”, el escenario más probable pasa a ser el a2, de recesión suave ya que, paradójicamente, el escenario a3 presionaría hacia el logro de un acuerdo comercial, para acotar el daño al nivel de actividad.

6.3.3.4.c. Riesgo de burbujas. Los escenarios más proclives al respecto son el de desaceleración suave y la primera variante del de crisis global.

6.3.3.4.d. Riesgo de alto endeudamiento. El segundo y el tercer escenario harían más necesaria una política fiscal expansiva. Sin embargo, esta puede tropezar con limitaciones en los países muy endeudados y, más aun, podría conducir a episodios de restructuración de pasivos oficiales. En el semáforo de deuda pública aparecen en rojo Italia y Japón, entre los PD, y Argentina -por su alto endeudamiento en moneda extranjera- y Brasil entre los PE. En menor medida, también podrían tropezar con dificultades para políticas fiscales expansivas, otros países desarrollados, la India y Sudáfrica. Por cierto, la deuda privada también puede encontrar dificultades para aumentar. Sin embargo, en un contexto recesivo o de crisis, serán pocos los privados dispuestos a emitir deuda. Sí es más probable, en cambio, que un número relevante de deudores procure restructurar sus pasivos.

6.3.3.4.e. Riesgo PE. Más allá de los riesgos propios de cada uno, el de los PE en general aumenta con el escenario de crisis global y, en menor medida, también con el de tendencias recesivas. Sin embargo, en ambos casos, ellos encontrarían parcial contrapeso en la baja de las tasas de interés, en especial los que tienen mayor riesgo de endeudamiento público.

Referencias bibliográficas

- Bankia Estudios (2018). *Actualidad emergentes*, noviembre. <https://bankiaestudios.com/>.
- BBVA (2017). Situación de Estados Unidos, 2do. trimestre de 2017. Tendencias regionales de la vivienda, https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2017/05/1705_SituacionEEUU_2T17.pdf.
- BIS (2018). *Informe Económico Anual*, junio.
- Berganza, J. C. y Alberto Fuertes (2018). “The flattening of the yield curve “in the United States”, *Economic Bulletin*, 1/18, Banco de España: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/2018/T1/Files/beaa1801-art6e.pdf>.
- Buttiglione, Luigi, Philip R. Lane, Lucrezia Reichlin y Vincent Reinhart (2014). *Deleveraging? What Deleveraging?* ICMB, Geneva Reports on the World Economy, 16, https://cepr.org/sites/default/files/news/Geneva16_0.pdf.
- Feldstein, M. (2018). “Falling Share Prices and the Outlook for the US Economy”, *Project Syndicate*, octubre.
- FMI (2018 a). *Perspectivas de la Economía Mundial*, octubre.
- FMI (2018 b). *Monitor Fiscal*, octubre.
- FMI (2018 c). *Monitor Fiscal*, abril.
- FMI (2018 d). *Global Financial Stability Report*, octubre.
- Gave, Ch. (2018). *The recession of 2019*. Evergreen Gavekal (octubre).
- Gavekal Research (2018). *Three Questions for the Year Ahead*, diciembre.
- Gaspar V. y L. Jaramillo (2018). “Reducir la deuda elevada”, en *Diálogo a Fondo*, FMI, <https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=9149>.
- Gavekal Research (2018). *Beijing Seminar*, octubre.
- INAI (2018). *El arte de la guerra comercial: implicancias para la agroindustria argentina de la escalada del proteccionismo*, <http://www.inai.org.ar/archivos/notas/El%20Arte%20de%20la%20Guerra%20Comercial%2011jul18.pdf>.

- Kutlina-Dimitrova, Z. y Lakatos, C. (2017). *The Global Costs of Protectionism*, Policy Research Working Paper 8277, World Bank: Washington, DC, <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/29013> (License: CC BY 3.0 IGO).
- Lagarde, Christine (2018). *Managing Rising Risks to Keep the Global Economy on Course*, discurso de la directora gerente del FMI, 1 de octubre, <https://www.imf.org/en/News/Articles/2018/09/27/sp100118-steer-dont-drift>.
- Lewis, W. A. (1954). "Economic Development with Unlimited Supplies of Labour", *The Manchester School*, 22.
- Llach, Juan J. (2018). "Crecen las dudas sobre la salud de la economía mundial", IAE, *Informe Económico Mensual*, octubre.
- Numbeo.com (2018). *Price Rankings by Country of Price per Square Meter to Buy Apartment in City Centre (Buy Apartment Price)*. https://www.numbeo.com/cost-of-living/country_price_rankings?itemId=100
- OMC (2018). *Report on G20 Trade Measures, November*. www.wto.org
- Powell, Jerome (2018). *The Federal Reserve's Framework for Monitoring Financial Stability*, The Economic Club of New York, <https://sc.cnbcfm.com/applications/cnbc.com/resources/editorialfiles/2018/11/28/fed-chairman-powell-181128.pdf>.
- Roubini, N. y R. Brunella (2018). "La gestación de una recesión y crisis financiera en 2020", *Project Syndicate*, septiembre.
- Star Capital (2016). *Predicting stock market returns using the Shiller cape*, https://www.starcapital.de/fileadmin/user_upload/files/publikationen/Research_2016-01_Predicting_Stock_Market_Returns_Shiller_CAPE_Keimling.pdf.
- *The Economist* (2017). "Asset prices. The bubble without any fizz", 7 de octubre.
- *The Economist* (2018 a). "Yielding to pressure. The meaning of 3% Treasury bond yields", 26 de abril.
- *The Economist* (2018 b). "Where will the next crisis occur? Corporate debt could be the culprit". 21 de mayo.
- *The Economist* (2018 c). "The Next Recession", 13 de octubre.
- UBS (2018). *Global Real Estate Bubble Index (2018)*, <https://www.ubs.com/global/en/ubs-news/r-news-display-ndp/en-20180927-global-real-estate-bubble-index-2018.html>.
- UNCTAD (2018). *World Investment Report 2018*, www.unctad.org.