

DESEQUILIBRIO GLOBAL, REBALANCEO Y GUERRA DE MONEDAS

Javier Gerardo Milei
Profesor UADE

Nicolás Federico Kerst
Profesor UBA

I. Introducción

Alcanzar el objetivo de “una recuperación mundial sostenida, equilibrada y sólida”, establecido durante Setiembre de 2009 en Pittsburgh por el Grupo de los Veinte (G-20) no será una tarea fácil. Requiere mucho más que volver a la situación anterior. Exige emprender dos acciones económicas esenciales y difíciles al mismo tiempo. Primero, un rebalanceo interno: cuando la demanda privada se desplomó, el estímulo fiscal ayudó a aliviar la caída del producto. Pero el estímulo fiscal tiene que dar paso a la consolidación fiscal, y la demanda privada debe ser lo suficientemente sólida como para tomar la iniciativa y respaldar el crecimiento. Segundo, un rebalanceo externo: muchas economías avanzadas, especialmente Estados Unidos, que dependieron demasiado de la demanda interna, ahora deben depender más de las exportaciones netas. Muchas economías de mercados emergentes, particularmente China, que dependieron demasiado de las exportaciones netas, ahora debe depender más de la demanda interna.

Estas dos acciones se están llevando a cabo con demasiada lentitud. La demanda interna privada permanece débil en las economías avanzadas, lo cual refleja una corrección de los excesos de la etapa anterior a la crisis y las secuelas de la crisis. Los consumidores estadounidenses que se endeudaron demasiado antes de la crisis ahora están ahorrando más y consumiendo menos, y aunque esto es bueno a largo plazo, también frena la demanda a corto plazo. Además, las deficiencias en el sistema financiero continúan restringiendo el crédito. El rebalanceo ex-

terno sigue siendo limitado. Las exportaciones netas no están contribuyendo al crecimiento en las economías avanzadas, y el déficit comercial de Estados Unidos sigue siendo cuantioso. Al mismo tiempo, muchas economías de mercados emergentes continúan registrando grandes superávits en cuenta corriente y respondiendo a las entradas de capitales principalmente a través de la acumulación de reservas y no por una apreciación de moneda, por lo que las reservas internacionales alcanzan un nivel sin precedentes y siguen aumentando.

Esto resulta en una recuperación que no es ni sólida ni equilibrada y que corre el riesgo de no ser sostenible. La mayoría de las economías avanzadas muestran un escaso dinamismo tanto del consumo como de la inversión, a lo cual se suman los limitados avances de las exportaciones netas, contribuyendo así a un bajo nivel de crecimiento y a un desempleo elevado que apenas está disminuyendo. En cambio, en muchas economías de mercados emergentes, donde los excesos fueron limitados las secuelas son pocas: el consumo, la inversión y las exportaciones netas están contribuyendo a un vigoroso crecimiento y el producto vuelve a estar cerca de su nivel potencial.

Como resultado de ello las tensiones entre las naciones en torno al diseño e implementación de la política económica se han intensificado, poniendo bajo amenaza la posibilidad de alcanzar una solución a los desequilibrios globales, siendo el principal motivo de conflicto la bifurcación en el proceso de recuperación global. Sin embargo, a un nivel mucho más pro-

fundo, el origen de las tensiones se halla en la falta de acuerdo entre las naciones, de modo tal que la política económica de cada uno de los países resulten consistentes con el equilibrio global.

En función de todo ello, en la parte dos del trabajo abordamos la problemática del desequilibrio global, donde previo a su estudio empírico presentamos un marco normativo para explicar la naturaleza de los mismos. En la tercera parte, se hace una descripción de cómo ha evolucionado la economía global luego de la crisis y la bifurcación observada en la recuperación de los distintos grupos de países. Luego, como resultado de los análisis precedentes se plantea un modelo simple de teoría de los juegos que demuestra cómo un problema de incompatibilidad de incentivos podría derivar en una guerra de monedas. Por último se presentan las conclusiones, donde se destaca la necesidad de trabajar de manera coordinada para encontrar una solución robusta y sustentable en materia de crecimiento tal que se maximice el bienestar global.

II. Anatomía del Desequilibrio Global

II.1. Tipificación de los Desequilibrios

Los desequilibrios de cuenta corriente (los cuales vienen dados por la diferencia entre el ahorro interno y la inversión) son consecuencia de diversos mecanismos económico-financieros. En un mundo globalizado sería descabellado pensar que todos los países deban mantener equilibrada su cuenta corriente en forma simultánea, por ende, el término de desequilibrio global no tiene una connotación negativa per se. De hecho, los desequilibrios globales resultan hasta cierto punto deseables desde la perspectiva de la eficiencia productiva. Esto se debe a que los mismos manifiestan diferentes tendencias en los patrones de ahorro, el retorno del capital o bien el grado de riesgo y liquidez a través de los distintos países. Los desequilibrios globales son a su vez un reflejo natural de diferentes grados de desarrollo, patrones demográficos y fundamen-

tos económicos de los países. Sin embargo, también pueden ser corolario de distorsiones, externalidades y riesgos a nivel nacional e internacional, dando lugar a desastres económicos. Es por esto mismo que resulta esencial entender su naturaleza y delinear la política económica en forma consecuente.

En función de lo anterior resulta conveniente diferenciar entre desequilibrios “buenos” y “malos”. Existen diversas situaciones que con frecuencia presentan las características de un desequilibrio por cuenta corriente “bueno”. Ejemplo de ello son los países que ahorran mucho dado que su población está envejeciendo y que en un futuro percibirán menores ingresos y enfrentarán simultáneamente mayores gastos. También podría pensarse en situaciones en que un país requiere de financiamiento externo para aprovechar un boom de inversiones. Otro ejemplo es el de un país con un mercado de capitales desarrollado y líquido, que atrae gran cantidad de capitales del exterior, generando una apreciación de la moneda doméstica que se traduce en un déficit por cuenta corriente. Cada una de estas situaciones mencionadas refleja un desequilibrio deseable desde el punto de vista de la eficiencia económica, dado que refleja una asignación óptima del capital entre los distintos países.

Por otra parte, es posible distinguir entre diversas situaciones donde los desequilibrios son “malos”. En primer lugar, deben destacarse aquellos que reflejan distorsiones domésticas. Ejemplo de ellas son países con ahorro privado elevado debido a la inexistencia de políticas de seguridad social adecuadas o, por el contrario, países en que un contexto de excesivo optimismo sobre la evolución futura de la economía exagera el consumo en detrimento del ahorro privado. También pueden destacarse situaciones en que imperfecciones en el mercado financiero perjudica la viabilidad de las inversiones o fallas institucionales en la protección de los derechos de la propiedad. En segundo lugar, existen estrategias de política económica que adoptan diver-

Los países, que, a pesar de ser razonables a nivel individual, pueden resultar perjudiciales a nivel global. Claro ejemplo de ello son las políticas de crecimiento lideradas por exportaciones basadas en un tipo de cambio real competitivo. Por último, deben mencionarse situaciones en las que un desequilibrio interactúa con otros problemas, dando lugar a un incremento del riesgo sistémico.

Por lo tanto, resulta crucial comprender la naturaleza de cada uno de estos desequilibrios a fin de diseñar una política económica apropiada. En este sentido, cuando estamos frente a un desequilibrio "bueno", la estrategia adecuada sería manejar la situación de manera de minimizar los riesgos frente a shocks exógenos y manteniendo una visión de largo plazo. Pero si el desequilibrio presenciado fuera "malo", la política económica debería ser atacar y eliminar las distorsiones subyacentes.

II.2. Los Desequilibrios Recientes

Habiendo analizado la naturaleza de los distintos desequilibrios y la respuesta de política económica que debiera adoptarse frente a los mismos, es posible pasar a una breve descripción de los hechos previos a la crisis financiera internacional. Antes de la misma había fuertes argumentos a favor de la reducción del desequilibrio global y la evolución posterior de los eventos económicos ha sido una prueba fehaciente de su naturaleza nociva. La evidencia empírica sugiere que la historia reciente puede dividirse en tres períodos. En la tabla I se muestran los resultados por cuenta corriente promedio (en términos del PIB mundial) de los principales actores mundiales, mientras que el gráfico muestra la dispersión de los balances por cuenta corriente (en términos del PIB mundial) entre 1970 y 2008.

Así, en el gráfico puede verse con claridad que desde los comienzos de la última década el desequilibrio global se vio incrementado en forma exponencial. En cuanto a la desaceleración en el último tramo se debe a que la eclosión de

la crisis financiera internacional produjo cambios transitorios en los patrones de ahorro e inversión a nivel mundial que estrecharon este desequilibrio. No obstante, la reactivación económica posterior arroja nuevos indicios de que el desequilibrio anterior no ha desaparecido y, por sus implicancias sobre la economía, merece ser analizado con mayor atención. Para ello examinaremos por separado cada uno de los tres períodos presentados en el cuadro precedente.

El período de 1996-2000 se caracterizó por un fuerte crecimiento y expansión de los flujos de capitales a nivel mundial y el déficit por cuenta corriente de EEUU se expandió en casi tres puntos porcentuales del PIB debido a un fuerte aumento de la inversión por encima del incremento del ahorro interno, alcanzado por la consolidación fiscal. A su vez, el ingreso de capitales en concepto de inversión extranjera directa y operaciones de portafolio vinculado al boom de productividad de las empresas tecnológicas excedió el déficit por cuenta corriente y llevó a una apreciación del dólar del orden del 18%. La principal contraparte del déficit de EEUU fueron los superávits de Japón y Asia emergente, donde el rezago de los efectos de la crisis del país nipón a principios de los noventa y la recesión de 1997-1998 llevaron al colapso de la inversión en el sudeste asiático. ¿Fue este desequilibrio bueno o malo? A pesar de que la crisis asociada a la "burbuja de las punto-com" dejó en evidencia unas expectativas demasiado optimistas respecto del incremento de la productividad y el valor de los activos en EEUU, lo cierto es que el incremento de la productividad cumplió un rol central en el crecimiento de la economía norteamericana. Por otro lado, el ahorro externo asiático resultó ser un reflejo natural del ajuste que sucedió al boom previo a la crisis. En este sentido, tanto por el lado de los países deficitarios como de los superavitarios, los desequilibrios del período pueden considerarse como "buenos", teniendo en cuenta que revelaban la reasignación del capital hacia las regiones donde el beneficio esperado era mayor.

Figura 1
Evolución del Desequilibrio Global



Tabla 1

	1996 - 2000	2001 - 2004	2005 - 2008
United States	-0.8	-1.4	-1.4
Peripheral Europe	-0.1	-0.4	-0.8
Rest of the world	-0.3	0.0	-0.3
China	0.1	0.1	0.6
Emerging Asia	0.1	0.2	0.2
Japan	0.3	0.3	0.3
Oil exporters	0.2	0.4	1.0
Core Europe	0.2	0.4	0.7
Discrepancy	-0.3	-0.3	0.4

Fuente: Fondo Monetario Internacional

En la segunda columna del cuadro puede verse que durante el período 2001-2004, tanto del lado de los países deficitarios como de los superavitarios se incorporan nuevos actores. Entre los primeros se sumaron algunos países de Europa periférica, mientras que entre los segundos cobraron mayor importancia los países de Europa central (fundamentalmente Alemania), como también los países exportadores de petróleo. No obstante, el cambio más notorio durante este período fue la explosión del déficit de EEUU, a causa de caída del ahorro doméstico (impulsada principalmente por una expansión del gasto público del orden del 5% del PIB) por encima de la

contracción de la inversión. Este déficit fue financiado por compras externas de bonos del Tesoro y algunas empresas privadas, que desplazaron a la inversión extranjera directa y a las inversiones de portafolio del centro de la escena. Desde este punto de vista el nuevo desequilibrio era claramente indeseable dado que reflejaba las distorsiones internas de la economía estadounidense: el deterioro de su política fiscal y el declive sostenido del ahorro privado debido al fuerte endeudamiento de los ciudadanos estadounidenses en el marco de la burbuja inmobiliaria. Por el lado de los superavitarios, la evaluación resulta menos evidente, aunque queda claro que,

tanto en los países de Europa central (en donde se observó una caída de la inversión) como en los países petroleros (quienes se vieron beneficiados por la suba del precio del crudo), el mayor ahorro externo se dio a raíz de reacciones naturales al contexto económico.

Por último, el período 2005-2008 se caracterizó por un boom de la actividad económica y los flujos de capital a nivel internacional llevando a una mayor dispersión de los desequilibrios de cuenta corriente de los distintos países. A pesar de la depreciación del dólar, el déficit externo de EEUU empeoró debido al deterioro de los términos de intercambio impulsado por la suba del precio del petróleo. Al mismo tiempo se sumaron del lado de los países deficitarios el Reino Unido, Irlanda, España y los países de Europa Central y del Este, en donde se dio un fuerte incremento de la inversión, principalmente en el sector de la construcción, situación que se vio facilitada por la contracción de los spreads de tasas y los abundantes flujos de capitales absorbidos por estos países, que llevaron a una caída del tipo de cambio real. La principal contrapartida de este déficit fue el enorme superávit por parte de China (que se quintuplicó entre los años 2004-2007), mediante el cual el gigante asiático logró acumular reservas internacionales por más de 1,5 billones de dólares. A su vez, los países petroleros y Alemania duplicaron su superávit. Mientras que en todos estos países la inversión aumentó, el ahorro lo hizo en un grado mucho mayor, especialmente en China. Resulta bastante evidente que los desequilibrios en esta etapa eran no deseables, dado que reflejaban los excesos financieros que desembocaron en la crisis financiera internacional. Por el lado del déficit, el desequilibrio de los EEUU, consecuencia de un grave deterioro de las cuentas públicas y del ahorro privado en un contexto de optimismo excesivo, fue claramente malo, pues fue uno de los principales responsables de la burbuja. En el caso de la periferia europea, podría decirse que el desequilibrio externo comenzó

siendo una situación deseable que se fue deteriorando progresivamente hasta el punto en que diversos países alcanzaron déficit que alcanzaron dos dígitos en términos del PIB. Por el lado de algunos de los países superavitarios, el hecho de haber mantenido intencionalmente un tipo de cambio elevado (atando sus monedas al dólar) y la acumulación masiva de reservas internacionales resulta también cuestionable.

En resumen, la evidencia empírica sugiere que a partir de 2001 los desequilibrios externos comenzaron a reflejar distorsiones económicas a nivel global. A pesar de haber múltiples factores que explican este desequilibrio, deben destacarse los déficit gemelos de los EEUU y la financiación de los mismos por medio de una fuerte demanda externa de activos estadounidenses, el creciente ahorro externo de los petroleros derivado de la suba del precio del crudo, la persistencia de elevadas tasas de ahorro en China, el boom de inversión como consecuencia del incremento del precio de los activos en la periferia europea y el colapso de la inversión en Asia emergente (excluyendo a China y Japón).

III. Bifurcación en la Recuperación Global

III.1. Desbalance en la Recuperación Global

La economía mundial actualmente se encuentra en el segundo año de recuperación desde la profunda recesión causada por la más devastadora crisis financiera desde la Gran Depresión. En la fase más intensa de la misma, donde las dificultades en el plano financiero amenazaban sobre la evolución de la economía mundial, los hacedores de política, tanto de los países avanzados como de los emergentes, se encontraron frente a grandes desafíos, donde asimilando el sentido de gravedad de la situación se procedió a la coordinación de políticas a nivel mundial evitando una mayor contracción y generando las bases para la estabilidad y el crecimiento. Sin embargo, recientemente, las cosas han cambiado. Las tensiones entre las naciones

Figura 2
Tasa de Crecimiento y Tendencia de Largo Plazo

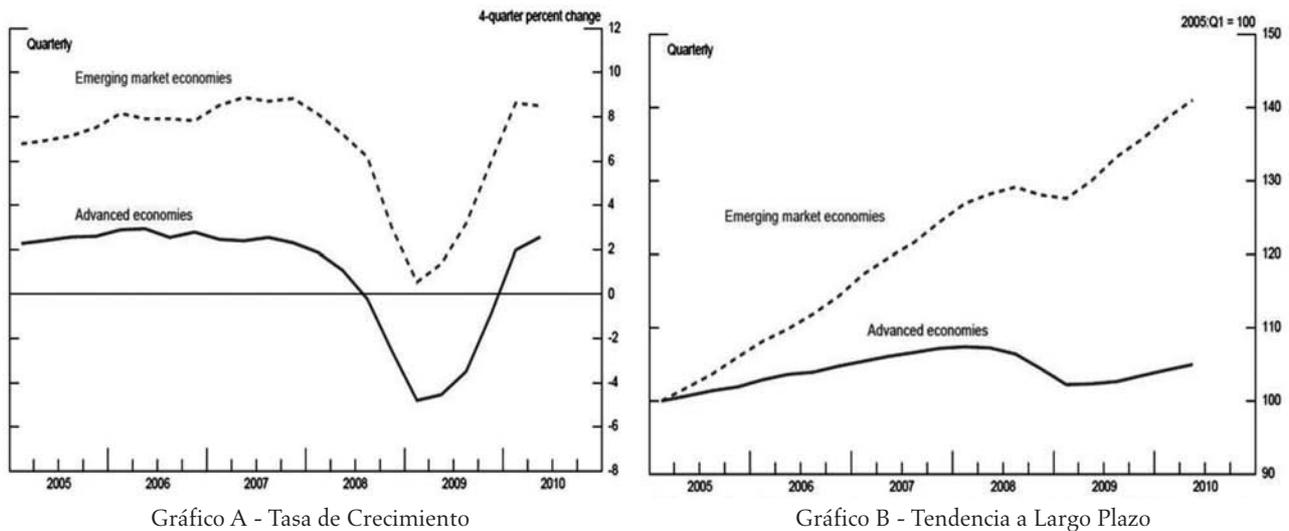


Gráfico A - Tasa de Crecimiento

Gráfico B - Tendencia a Largo Plazo

Fuente: Bernanke (2009)

acerca del diseño de la política económica han reaparecido y se han intensificado, poniendo bajo amenaza la posibilidad de alcanzar una solución a los desequilibrios globales. Una fuente de dichas tensiones es la bifurcación en la naturaleza del proceso de recuperación global, así mientras algunas economías se hallan plenamente recuperadas otras siguen presentando signos de fragilidad.

En el actual contexto internacional resulta fundamental la cooperación entre los países para fijar una política económica consistente con el rebalanceo global. A su vez, dicha tarea resulta particularmente difícil si se tienen en cuenta las diferentes velocidades de recuperación, donde como es posible observar en la Figura 2 los países emergentes han crecido sustancialmente más que los países avanzados. Si bien parte de la diferencia puede ser explicada por las diferencias en las tendencias de largo plazo (donde la convergencia implica que los emergentes deberían crecer más que los desarrollados) y en la posición cíclica luego de la crisis (donde los desarrollados estarían pagando los efectos por generar la misma), el principal componente viene explicado por la debilidad en el crecimiento de los países avanzados. En este sentido, los países desarrollados aún no han podido recuperar los niveles de pro-

ducto alcanzados durante 2007, mientras que los emergentes no solo han superado dichos niveles sino que ya se encuentran próximos a la tendencia de largo plazo. Así, los emergentes, a pesar de tener una línea de tendencia mucho más empinada, se ubican a solo 1,5% del producto potencial (donde algunos de ellos, como China e India, se ubican por encima de la tendencia de largo plazo), mientras que los países desarrollados se hallan un 8% debajo del nivel de equilibrio (Figura 2, gráfico b).

Dentro de los países avanzados se destaca el caso de los Estados Unidos de Norte América, donde la tasa de desempleo es muy alta dado el bajo crecimiento de la economía (Figura 3, gráfico A), poniendo bajo riesgo las posibilidades de recuperación. Por otra la subutilización de los factores de la producción ha generado una preocupante tendencia declinante en la tasa de inflación (Figura 3, gráfico b), por lo que a los riesgos asociados al desempleo (menor tasa de crecimiento de largo plazo y tensiones sociales) se le deben sumar los riesgos de la deflación. De hecho, aún cuando la tasa de interés nominal se encuentre cercana a cero, la sustancial caída en la tasa de inflación impulsa al alza la tasa de interés real complicando aún más la salida de la economía.

Figura 3
Desempleo e Inflación en los Estados Unidos

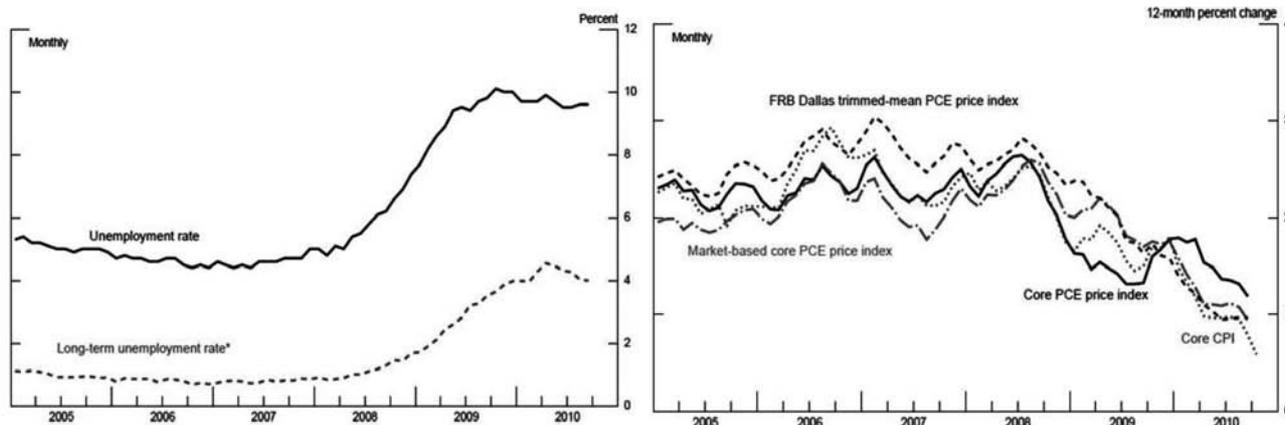


Gráfico A

Gráfico B

Fuente: Bernanke (2009)

Por lo tanto, la bifurcación en las tasas de crecimiento entre los países implica que las políticas económicas a seguir por cada grupo deberían ser diferentes. En este sentido, los desarrollados deberían presentar políticas expansivas, mientras que los emergentes deberían considerar la puesta en marcha de políticas que eviten el recalentamiento de la economía y mantengan bajo control la tasa de inflación.

III.2. El Papel de los Emergentes en el Desbalance Global

El origen de la tensión viene dado por la reticencia de los países emergentes a dejar fluctuar libremente a sus monedas. Esto es, el ajuste de los tipos de cambio es incompleto a causa de la intervención del mercado cambiario que evita o frena el ritmo de apreciación de la moneda. Así en la (Figura 4 gráfico a), en el eje vertical se presenta la revaluación real de la moneda en los últimos doce meses, mientras que en el eje horizontal se muestra el nivel de intervención medido como la acumulación de reservas del período en términos del PIB. En este sentido, aquellos países que han intervenido agresivamente han logrado evitar que sus monedas se aprecien. Por otra parte, el mismo gráfico muestra que los niveles de intervención han sido muy distintos

en los diferentes países, donde a juzgar por la variación en el tipo de cambio real, aquellos que han dejado fluctuar sus monedas han presentado fuertes pérdidas de competitividad respecto a los intervencionistas. Naturalmente, la contra-cara de dicho proceso es la fuerte acumulación de reservas por parte los países emergentes (Figura 4, gráfico b) donde poco más del 50% está en manos de China.

Naturalmente, si el sistema internacional dejara fluctuar el valor de las monedas acorde a la evolución de los fundamentos de los países, esta situación no tendría lugar. En este contexto, los países avanzados podrían aplicar políticas monetarias expansivas de modo tal que sea posible estimular al nivel de actividad sin riesgo inflacionario. Al mismo tiempo, los países emergentes podrían restringir la expansión de la cantidad de dinero y con ello evitar el recalentamiento de la economía y la consecuente aceleración inflacionaria. Obviamente, este menor crecimiento de la cantidad de dinero en los países emergentes haría subir las tasas de interés, atraería un mayor flujo de capitales y terminaría apreciando las monedas de dichos países. En función de ello, el excedente de cuenta corriente en los emergentes caería enfriando a sus economías, al mismo tiempo que ayudaría a empujar la demanda de los países avanzados. En este

Figura 4
Intervención, Tipo de Cambio Real y Nivel de Reservas

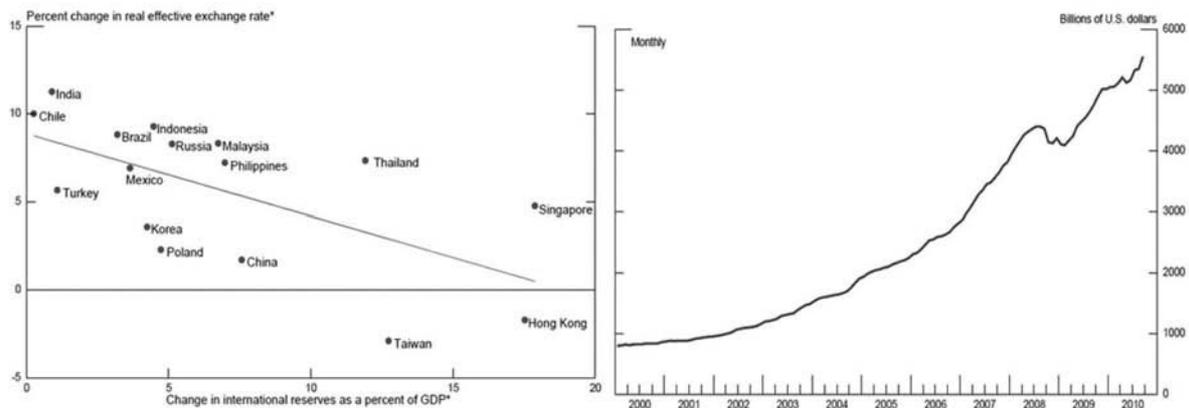


Gráfico A

Gráfico B

Fuente: Bernanke (2009)

nuevo equilibrio el crecimiento global resultante no solamente sería balanceado sino que además sería sostenible.

Ahora bien, dadas las ventajas que brindan las fuerzas del mercado para la determinación del tipo de cambio en función de los fundamentos de la economía, uno debería preguntarse cuál es el motivo que lleva a las autoridades de los países emergentes a mantener tan depreciadas sus monedas. La respuesta se basa en el hecho de que muchos países han basado su estrategia de desarrollo en un modelo de crecimiento liderado por exportaciones. Sin embargo, el intento de generalizar dicha estrategia en el agregado por un gran número de países no está libre de riesgos y es la contraparte del desequilibrio de los países desarrollados, que ha vuelto esta situación en no sostenible al menos por tres motivos: (i) a nivel global tanto el crecimiento como el comercio está desbalanceado, lo cual queda reflejado en las diferentes velocidades de recuperación, lo cual no es sostenible, ya que en algún momento la estrategia de los emergentes de crecer vía las exportaciones a los desarrollados colapsará por insuficiencia de demanda en los últimos, (ii) resulta particularmente injusto que la mayor carga del ajuste entre los países sea soportada por aquellos que trabajan en línea con el

rebalanceo global, mientras que algunos países no dejan apreciar sus monedas para no cargar con costo alguno (como si no se hubiesen beneficiado de manera alguna por el desbalance creado) y (iii) el intento de mantener depreciadas las monedas trae aparejado un conjunto de distorsiones macroeconómicas, que terminan afectando de manera negativa el proceso de asignación intertemporal de consumo presente, futuro (ahorro) e inversión, lo que a la postre derivará en un menor nivel de bienestar tanto en el país como a nivel global.

Por lo tanto, en el corto plazo, re-balancear el crecimiento económico entre los países avanzados y los emergente debería mantenerse como un objetivo común, ya que intentar sostener un patrón de crecimiento bifurcado no resulta sostenible a largo plazo. En este sentido, implementar políticas expansivas en los países desarrollados sería beneficioso para el equilibrio global, siempre y cuando los países con mayores tasas de crecimiento y superávit de cuenta corriente tomaran las medidas pertinentes para reducir los mismos. Bajo este nuevo equilibrio habría una ganancia de bienestar en términos intertemporales, ya que los países emergentes podrían enfriar sus economías evitando una aceleración inflacionaria mientras que los avan-

zados tendrían un nuevo impulso de la demanda agregada vía mayores exportaciones netas, facilitando así el diseño de una política económica consistente (en especial la política fiscal).

IV. Desequilibrio Global y Rebalanceo desde la Teoría de los Juegos

Acorde a lo planteado en 2 y 3 queda claro que gran parte de la corrección del desequilibrio global se debería encarar desde la modificación de los tipos de cambio, fenómeno que no tiene lugar por la resistencia de algunos países emergentes con gran peso en el comercio mundial (en especial China) en apreciar sus monedas, al tiempo que Estados Unidos debería incrementar su ahorro doméstico en medio de una situación de bajas tasas de interés y debilidad en el nivel de actividad económica lo cual pervierte los incentivos políticos al momento de diseñar la política fiscal. Es en este contexto, donde las presiones sobre China por parte de los Estados Unidos se incrementan para que la moneda del coloso asiático se aprecie, de modo tal que la debilidad de la demanda interna de EEUU sea compensada por una mayor demanda externa.

Como consecuencia de la situación descripta el problema en cuestión puede ser planteado

como un ejercicio de Teoría de los Juegos, donde los jugadores son Estados Unidos y China. Así cada uno de los países tendrá dos alternativas estratégicas: (i) la primera de ellas es mantenerse en la presente coyuntura monetaria, la cual la definimos como "Status Quo", esto es la política monetaria no toma un curso más expansivo que el presente; (ii) por otro lado, la segunda estrategia la definimos como "Inflar" la cual significa que el Banco Central incrementa la cantidad de dinero mediante operaciones de mercado abierto de modo tal que caiga la tasa de interés, se fuguen capitales y ello derive una devaluación de la moneda con un impacto positivo en el nivel de actividad (caída del desempleo).

Resultados para Estados Unidos

a) S_{11}^{USA} = es el resultado que obtiene Estados Unidos de no modificar su política monetaria, cuando China decide mantener su actual esquema monetario;

b) S_{12}^{USA} = es el resultado que obtiene Estados Unidos de no modificar su política monetaria, cuando China decide incrementar sus niveles de emisión monetaria (devaluación China);

Figura 5
Matriz de Pagos

	CHI	
USA	Status Quo	Inflar
Status Quo	$(S_{11}^{USA}, S_{11}^{CHI})$	$(S_{12}^{USA}, S_{12}^{CHI})$
Inflar	$(S_{21}^{USA}, S_{21}^{CHI})$	$(S_{22}^{USA}, S_{22}^{CHI})$

c) S_{21}^{USA} = es el resultado que obtiene Estados Unidos de aumentar la tasa expansión monetaria (devaluación del dólar), cuando China decide mantener su actual esquema monetario;

d) S_{22}^{USA} = es el resultado que obtiene Estados Unidos de aumentar la tasa expansión monetaria, cuando China decide incrementar sus niveles de emisión monetaria.

Resultados para China

e) S_{11}^{CHI} = es el resultado que obtiene China por no modificar su política monetaria, cuando Estados Unidos decide mantener su actual esquema monetario;

f) S_{21}^{CHI} = es el resultado que obtiene China de no modificar su política monetaria, cuando Estados Unidos decide incrementar sus niveles de emisión monetaria (revaluación China);

g) S_{12}^{CHI} = es el resultado que obtiene China de aumentar la tasa expansión monetaria (esto es devaluar), cuando Estados Unidos decide mantener su actual esquema monetario;

h) S_{22}^{CHI} = es el resultado que obtiene China de aumentar la tasa expansión monetaria, cuando Estados Unidos decide incrementar sus niveles de emisión monetaria.

La Medición de los Resultados

La tradición de los Bancos Centrales al momento de diseñar la política monetaria se basa en la idea de seguir una regla de política que minimice una función de pérdidas sociales. Si bien para el desarrollo del presente juego tomaremos una función de bienestar que contempla las pérdidas ocasionadas por el desempleo y la inflación, también consideraremos al crecimiento. Por lo tanto, la función de Bienestar vendrá dada por la suma del crecimiento (γ), menos el cuadrado de los desvíos respecto de las metas en materia de nivel de empleo (desempleo, u) y tasa de inflación (π):

$$S = \gamma - \alpha (u - u^*)^2 - \beta (\pi - \pi^*)^2$$

De esta manera, independientemente de la tasa de crecimiento, cuando la economía se ubica tanto por encima como por debajo del nivel de pleno empleo ello deriva en una pérdida de bienestar, lo cual surge de que un alto desempleo trae fuertes costos sociales mientras que una economía sobrecalentada incrementa los riesgos de aumentar la tasa de inflación y generar una espiral precios-salarios lo que hará más difícil llevar a cabo la estabilización de la economía en un futuro. A su vez, en cuanto a los desvíos de la tasa inflación respecto de la meta, la función refleja que no solo es mala la inflación elevada, sino que también es peligrosa la deflación ya que puede acarrear costos enormes en términos de actividad y nivel de empleo. De esta manera, cada vez que el desempleo y la inflación se alejen, tanto por encima como por debajo, de los niveles objetivos se producen pérdidas sociales. Por lo tanto, teniendo en cuenta la función de pagos, ahora estamos en condiciones de evaluar los resultados de cada una de las estrategias para cada uno de los países, a las cuales, para una mayor simplicidad le asignaremos números.

En el caso en que China decida mantener su actual política monetaria (Status Quo) y Estados Unidos sostenga su actual programa (Status Quo), si bien en ninguno de los dos países en cuestión se producirá un cambio en las tasas de desempleo y de inflación, Estados Unidos seguirá con bajo crecimiento, alto desempleo y un nivel de inflación debajo de lo deseable, al tiempo que China seguirá creciendo fuertemente por lo que los pagos serán (-2;4). Por otra parte, si Estados Unidos contestara frente a la pasividad de China con una mayor expansión monetaria (Inflar), el dólar se devaluaría respecto al Renminbi, mejorarían las exportaciones netas americanas, aumentaría el nivel de actividad, caería el desempleo y la tasa de inflación subiría para salir del terreno deflacionario. Sin embargo, en este contexto China tendría una caída en el cre-

Figura 6
Matriz de Resultados

	CHI		
USA		Status Quo	Inflar
	Status Quo	(-2;4)	(-4;5)
	Inflar	(2;2)	(-3;3)

Fuente: Elaboración propia

cimiento, en el empleo y de la inflación. En este contexto Estados Unidos gana y China pierde crecimiento, por lo que los pagos asociados son (2;2).

Por otra parte, si Estados Unidos decide mantener su actual política monetaria (Status Quo) y el Banco Central de China decide emitir (Inflar), la moneda de éste último país se devalúa, las exportaciones netas aumentan y con ello el nivel de actividad y empleo, al tiempo que la tasa de inflación se acerca a los niveles objetivos. De esta manera China le exporta la recesión y la deflación a Estados Unidos por lo que los pagos son (-4;5). Por último, en el caso que ambos países estén inflando e intentando exportarle al otro la deflación y el desempleo, no conseguirán efecto alguno sobre actividad pero sí aumentarán fuertemente los precios, por lo que en este caso ambos pierden respecto al Status Quo (-3;3).

Resultado del Juego: La Guerra de Monedas

Cuando uno analiza las estrategias de los Estados Unidos, es posible observar que existe una estrategia dominante que viene dada por "Inflar". Concretamente, si el Banco Central Chino decide no inflar, Estados Unidos obtendría un resultado de (-2) si no infla, mientras que si decide inflar obtiene un resultado positivo de (2). Por otra parte, cuando el Banco Central de China infla, Estados Unidos obtiene un resultado de (-4) si no infla, mientras que si decide inflar solo pierde (-3). Por lo tanto, independientemente de

lo que haga el Banco Central de China, la estrategia óptima siempre es "Inflar". Por otra parte, la matriz de pago de China también muestra como una estrategia dominante la que viene dada por "Inflar". De esta manera, el juego presenta un "Equilibrio de Nash" determinado por las estrategias "Inflar-Inflar", esto es, un equilibrio donde se suscita una guerra de monedas en las cuales los jugadores intentan exportar el desempleo y la deflación, dando como resultado final una situación en la cual obtienen un mismo nivel de actividad (mismo desempleo) y una sustancialmente mayor tasa de inflación.

Por otra parte, si para el cómputo del equilibrio global se tomara la suma del Bienestar de cada una de las economías, resulta claro que la solución óptima estaría dada por la situación en que los Estados Unidos deprecia su moneda respecto a China, donde el crecimiento se repartiría de manera más equilibrada, al tiempo que las tasas de desempleo e inflación se ubicaría a menor distancia de los objetivos de política económica. Sin embargo, dicha solución choca con un problema de compatibilidad de incentivos para China, donde la celda en cuestión es la de menor crecimiento por lo que de corto plazo, de no mediar negociación o un fracaso de la misma, lo más probable es que el resultado sea la guerra de monedas. Por otra parte, en el largo plazo, China no podrá seguir sosteniendo dicho equilibrio y triunfará la solución negociadora, siempre y cuando los daños asociados a la transición no produzcan situaciones irreparables.

V. Reflexiones Finales

El sistema monetario internacional en la actualidad revela fallas no triviales. La negación de ciertos países superavitarios a abandonar sus regímenes de tipo de cambio depreciado está inhibiendo un ajuste internacional necesario y creando efectos derrame que no estarían presentes si las paridades cambiarias reflejaran más de cerca los fundamentos de esas economías. A su vez, las diferencias en el grado de flexibilidad cambiaria entre distintos países imponen un costo de ajuste no equitativo, penalizando a aquellos países que mantienen un tipo de cambio flexible.

En función del análisis realizado en este trabajo, resulta claro que una situación de este tipo es insostenible a largo plazo. El rebalanceo y un crecimiento equilibrado y sustentable a futuro requerirán de una mayor flexibilidad cambiaria por parte de todos los países que integran este mundo globalizado. Esta mayor flexibilidad cambiaria resultará a su vez de utilidad para reducir y amortiguar los efectos derrame frente a shocks exógenos, que perturban en la actualidad a las economías en desarrollo. Sin embargo, también es cierto que la adopción de un régimen de tipo de cambio flexible, además de no ser incentivo-compatible para muchos países, puede resultar imposible por más que los mismos se comprometieran a hacerlo. Para empezar, muchos países no cuentan con las condiciones adecuadas para sostener un régimen cambiario completamente flexible ni tampoco para soportar la entrada o salida irrestricta de capitales. Además, la reestructuración y readecuación de recursos productivos desde un modelo de tipo de cambio competitivo, orientado a la exportación, a uno de tipo de cambio flexible, con mayor participación del mercado interno, toma su tiempo y cualquier tentación de realizar este ajuste en forma acelerada con seguridad daría lugar a costos muy elevados en materia de desempleo.

La persecución de la meta de crecimiento equilibrado y sostenible se volverá más efectiva

en la medida en que los países avancen con el saneamiento y reforma de su sistema financiero, profundicen la liberalización de su cuenta capital y puedan materializar las reformas estructurales pertinentes. En este sentido, los países superavitarios deberían avanzar con las reformas institucionales que mejoren el bienestar de su población e incentiven al logro de un mayor nivel de consumo interno. Esto no solo será beneficioso para la economía mundial, sino también para estas economías, ya que mantener en forma prolongada un tipo de cambio subvaluado restringe a la política monetaria, quitándole grados de libertad para estabilizar la economía a la vez que obliga a mantener una tasa de ahorro elevada a fin de evitar un recalentamiento de la economía, lo cual a la postre derivará en un problema de ineficiencia dinámica. Además, el elevado nivel de reservas asociado a una política de tipo de cambio competitivo puede implicar un costo fiscal elevado asociado a las tasas de los pasivos emitidos para esterilizar la expansión monetaria. En cuanto a la preocupación de algunos emergentes por los riesgos asociados a la entrada masiva de capitales, debe destacarse que los controles de capitales y la acumulación excesiva de reservas como elemento de seguro contra los efectos nocivos de una fuga repentina resultarían ineficientes si se lograra perfeccionar los instrumentos de provisión de liquidez mundial.

Por su parte, los países deficitarios deberán buscar la manera de incrementar el ahorro interno. Para ello, los gobiernos de estos países deberán centrarse en la consolidación fiscal, que ya no consiste tanto en retirar el estímulo fiscal de manera inmediata, sino en ofrecer planes creíbles a mediano plazo para la estabilización y reducción de la deuda. Para alcanzar dicha credibilidad, estos planes deberán incluir reglas fiscales, la creación de organismos fiscales independientes y reformas graduales de las prestaciones. Estos mecanismos brindarán a los gobiernos mayor flexibilidad fiscal para respaldar el crecimiento a corto plazo. Ciertos países deberán a su vez preocuparse por aumentar el nivel de ahorro privado,

tarea poco sencilla en un contexto de tasas de interés prácticamente nulas.

En definitiva, dado que este proceso de crecimiento bifurcado no es sostenible, resulta crucial que el rebalanceo hacia un crecimiento mundial más equilibrado sea adoptado como un objetivo común a todos los países. Las políticas acomodaticias en los países avanzados se encuentran alineadas con estos objetivos. No obstante para que el rebalanceo sea efectivo, los países que actualmente presentan un crecimiento dinámico y grandes superávits de su cuenta corriente, deberán hacer un esfuerzo por reducir su ahorro externo, a la vez que los países deficitarios y de lento crecimiento deberán preocuparse por incrementar su ahorro interno. En este sentido, el rebalanceo se vería facilitado si el sistema internacional dejara fluctuar el valor de las monedas acorde a la evolución de los fundamentos de los países. De materializarse esta situación, los países avanzados podrían aplicar políticas monetarias expansivas de modo tal que sea posible estimular al nivel de actividad sin riesgo inflacionario. Los países emergentes podrían en forma simultánea restringir la expansión de la cantidad de dinero y con ello evitar el recalentamiento de la economía y la consecuente aceleración inflacionaria. Este menor crecimiento de la cantidad de dinero en los países emergentes haría subir las tasas de interés, atraería un mayor flujo de capitales y terminaría apreciando las monedas de dichos países. Así, el excedente de cuenta corriente en los emergentes caería enfriando a sus economías, al mismo tiempo que ayudaría a empujar la demanda de los países avanzados. En este nuevo equilibrio el crecimiento global resultante no solamente sería balanceado sino que además sería sostenible.

En la medida en que se postergue el ajuste necesario hacia una mayor flexibilización cambiaria, el desequilibrio global persistirá. Aún cuando los resultados de largo plazo derivados de una ausencia de coordinación entre países son claramente negativos en materia de crecimiento,

la dinámica de corto plazo pareciera estar trabada por un problema de incompatibilidad de incentivos que podría derivar en una verdadera guerra de monedas. Esta traba se debe a que la solución de equilibrio sostenible implica para los países emergentes con fuerte superávit de cuenta corriente y crecimiento acelerado una pérdida de bienestar en el corto o mediano plazo. No obstante, estos debieran tomar conciencia que su desarrollo económico depende en última instancia de la recuperación de los países avanzados y que el patrón actual de crecimiento bifurcado a la larga llevará a un crecimiento endeble para todos. Por ende, el desafío fundamental para la comunidad internacional consiste en diseñar un sistema monetario internacional que permita alinear los intereses individuales de los países con los de la economía mundial en su conjunto.

VI. Bibliografía

- Bernanke, B.S. (2010): "Rebalancing the Global Recovery", Sixth European Central Bank Central Banking Conference in Frankfurt, Germany.
- Blanchard, O. & Milesi-Ferreti, G.M. (2009): "Global Imbalances: In Midstream?", IMF Staff Position Note, SPN 09/29.
- International Monetary Fund (2010): "Recovery, Risk and Rebalancing", World Economic Outlook, October.

NORMAS PARA EL ENVÍO DE TRABAJOS

- 1- Los trabajos, sean **artículos** (informes de investigación teórica o empírica) o **ensayos** (reflexiones sobre aspectos de la economía), enviados para su publicación se remitirán a la Secretaria de la Revista en una copia en papel junto con un CD con el contenido íntegro del trabajo en formato Microsoft Word; o, en su defecto, a la dirección de correo electrónico instecon@eco.unc.edu.ar
- 2- La presentación de los trabajos será en hoja A4, fuentes Times New Roman 11, con interlineado de 1,5 líneas, y con encabezado y pie de página de 1,25 cm.
- 3- La extensión *total* de los trabajos **no deberán exceder de 6000 a 6200 palabras** aproximadamente (unas 20 páginas, incluidos cuadros y gráficos), aunque es conveniente una extensión máxima menor. A su vez, **la dimensión mínima recomendable será de unas 2000 palabras** (unas 7 páginas). En dicha extensión, nos reiteramos, se incluyen cuadros, figuras, referencias bibliográficas, anexos, etc. (Es de aclarar que cualquier extensión menor puede ser aceptada a criterio de la Dirección y del Comité Editorial).
- 4- Cada trabajo deberá ir precedido de una primera página que contenga el título del trabajo y su resumen en español (150 palabras aproximadamente), con palabras clave (entre dos y cinco).
- 5- Las Referencias bibliográficas irán al final del artículo en el epígrafe Referencias bibliográficas, ordenadas alfabéticamente por autores de acuerdo con el siguiente estilo:
Artículos: (1) Apellidos e inicial de todos los autores (en minúsculas); (2) Año de publicación (entre paréntesis); (3) título completo del artículo (entre comillas); (4) título de la revista (en cursiva); (5) número de la revista; y, en su caso, el volumen;
Ejemplo: Stigler, G.(1961): "The Economics of Information", Journal of Political Economy, Vol.69,N 3.
Libros: (1) Apellidos e inicial de todos los autores (en minúsculas); (2) Año de publicación (entre paréntesis); (3) título completo del libro (en cursiva); (4) edición; (5) editorial; (6) lugar de publicación.
Ejemplo: Graff, J. de V.(1967): *Teoría de la economía del bienestar*, Ed. Amorrortu, Buenos Aires.
- 6- De ser necesario, se utilizarán notas a pie de página que irán numeradas correlativamente y voladas sobre el texto. Su contenido será mecanografiado a espacio sencillo, en fuente Times New Roman 9.
- 7- Los cuadros, figuras, mapas, etc. pueden ir o no intercalados en el texto, a criterio del autor. Luego se realizará su edición al diagramar la publicación. Tendrán una calidad suficiente para su reproducción y han de acompañarse con un título suficientemente explicativo y con sus respectivas fuentes. Los cuadros, figuras, etc. irán numerados correlativamente (cuadro 1, cuadro 2, figura 1...) Los cuadros y figuras deberán incluirse de forma que puedan formatearse (no han de ir pegados como imagen).
- 8- Los recursos matemáticos y formalizaciones *deben reducirse al máximo; y, en lo posible, ser evitados*. Sin embargo, en caso de recurrirse a estos medios técnicos deben colocarse en un Apéndice al final; y de ser muy breve en nota al pie. Todo esto *con el propósito de que el lector pueda acceder al artículo o ensayo sin recurrir a la lectura de las formalizaciones utilizadas*.
- 9- Todos los trabajos recibidos serán leídos por la Secretaría o/y miembros del Comité Editorial con el propósito de eventuales sugerencias; y desde ya, para garantizar un nivel de calidad como es la norma tradicional en estos casos.

ECONOMÍA ARGENTINA

Con Temas de Economía Regional

Alberto José Figueras



Ed. EUDECOR,
Córdoba - 2008 - 612 pág.

Sinopsis

Hay quienes se inclinan por una presentación histórica de los problemas económicos. Es decir, una lectura analítica del conjunto de los sucesos período a período. Otros, en cambio, prefieren detenerse sólo en el presente, trabajando sobre áreas temáticas. Este texto, por su parte, conciliando ambas posiciones, sigue la línea de tratar aspectos parciales de la economía (p.ej. mercado laboral, sector manufacturero, mercados financieros, etc.), analizándolos separadamente para mayor claridad; pero, a la vez, señalando los antecedentes de ese aspecto o problema. Algo así como recorrer su "sendero". De allí que la obra presente los artículos por grupos temáticos, intentando integrar las dos preferencias, la diacrónica y la sincrónica. Es decir, que la presentación sigue la línea de discutir los problemas por conjuntos de temas y no por períodos históricos, debatiendo las soluciones intentadas y las polémicas a que han dado lugar (desde la estrategia de la Generación del Ochenta hasta la reciente "cuestión rural"). Su contenido específico es un conjunto ordenado de ensayos técnicos (más de 70), la mayoría publicados en diferentes medios por el autor. Para hacer sencilla la lectura, se han suprimido las formalizaciones matemáticas y se ha simplificado el instrumental gráfico. Asimismo, se incluyen artículos de otros especialistas en distintas áreas del pensamiento económico y social como los Profesores J.L. Arrufat, M. Capello, A. Díaz Cafferata, C. Ponce y M. Salto.

Temas de Economía de Empresas

Fernando, H. SONNET; Inés d. V., ASÍS



Cuarta Edición –Tomo I y Tomo II –
Ed. Asociación Cooperadora de la FCE.

Sinopsis

Temas de Economía de Empresas es un Manual pensado para Argentina. Es el resultado de varios años de experiencia en la enseñanza de la teoría y las aplicaciones relativas a la empresa del mundo pos moderno. Su contenido se orienta, fundamentalmente, a ofrecer al lector las herramientas actuales de la Microeconomía, la Estadística-Matemática y las Ciencias de la Administración para resolver los problemas cruciales que a diario se presentan en las decisiones empresariales. Dada la diversidad de los temas tratados, el Manual se ha diseñado en dos volúmenes con un ordenamiento lógico de los tópicos incluidos. Dos caracteres distintos ofrece esta obra: las Lecturas referidas a los fenómenos actuales de los temas conceptuales presentados, y las Ejercitaciones resueltas o por resolver en cada uno de los capítulos. El Tomo I está compuesto por tres partes: La empresa y la Economía de la empresa en la actualidad; El Análisis de la Demanda, sus Extensiones, Métodos y Aplicaciones, y La Producción y Costos en los procesos de las decisiones. En la Primera Parte se aborda una presentación del estudio de la empresa con un enfoque sistémico destacándose el papel que juega con una visión posburocrática frente a un mundo complejo, muy dinámico e inserto en la globalización económica. Aquí se analizan los problemas de la calidad, el medio ambiente y la integración de las Pymes en el mundo posmoderno.