



**Reflexiones sobre la Coyuntura Financiera  
Internacional. (Presentación en Desayuno de  
Trabajo)**

BLEJER, Mario I.

2005-008

Español

Noviembre 2005

Buenos Aires, Argentina

< Título

< Autores

< Número de  
Documento  
de trabajo

< Idioma

< Fecha de  
publicación

**ESTA INFORMACIÓN ES CONFIDENCIAL Y DE USO RESTRINGIDO.**

**NO PUEDE NI REPRODUCIRSE NI CITARSE SIN PREVIA AUTORIZACIÓN DE LA FUNDACIÓN PENT.**

Los juicios y opiniones expresados en los documentos de trabajo de la Fundación PENT son exclusiva responsabilidad de los autores y no comprometen a la institución que los publica.

Maipú 1300, piso 2; C1006ACT,  
Ciudad de Buenos Aires, Argentina  
informe@pentfundacion.org  
www.pentfundacion.org

## **"Reflexiones sobre la Coyuntura Financiera Internacional"**

**Presentación del Dr. Mario I. Blejer**

**(Director del Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Reino Unido)**

**Desayuno de Trabajo**

**26 de Agosto, 2005**

**Fundación PENT**

**Dr. José María Ghio**

Buenos días, muchas gracias por estar aquí. Quiero darle la bienvenida al Dr. Mario Blejer que gentilmente nos visita una vez más ya que no hace mucho tiempo estuvo aquí con nosotros. Va a compartir algunas reflexiones sobre la marcha de la economía en general y los impactos en la nuestra en particular. Como ustedes saben el Dr. Blejer tiene una extensa trayectoria académica, es actualmente Director del Centro de Investigaciones Bancarias del Banco de Inglaterra, ha sido Presidente del Banco Central Argentino, ha estado también muchos años en el Fondo Monetario Internacional. Y ha tenido una vida académica también extensa y prolífica, así que le agradecemos muchísimo que nos visite nuevamente. Tenemos unos 40 minutos de su presentación y luego va a haber lugar para algunas preguntas y demás. Así que muchas gracias Mario.

**Dr. Mario I. Blejer**

Buenos días y muchas gracias a la Fundación PENT, a los amigos por la invitación, por poder estar con ustedes una vez más.

Me voy a referir a las tendencias de la economía internacional, de ahí podemos, por supuesto tomar un poquito de distancia y llegar a algunas conclusiones sobre cómo eso afecta a la economía argentina, cuáles son las implicancias de la situación actual sobre la economía argentina. Mi presentación va a ser casi exclusivamente limitada a cómo yo veo la situación actual en términos de algunas reflexiones generales, las cuales voy a hacer un poco extremas para llegar al punto que quiero enfatizar. Los voy a llevar un poquito al extremo, en el cual, obviamente, puede haber algún tipo de discusión.

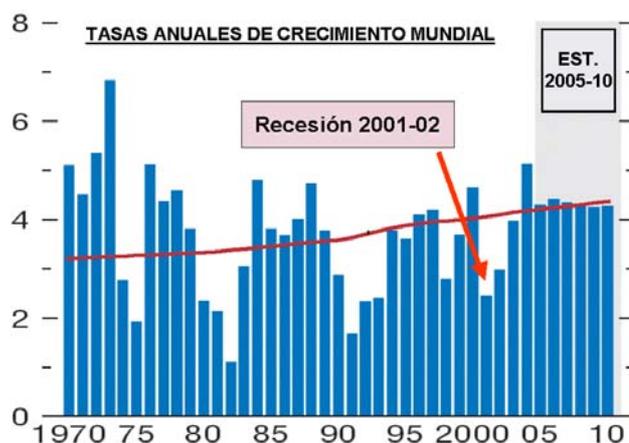
Creo que en este momento que estamos en una situación especial y conviene realmente recalcar los aspectos específicos de esta situación. Hay tres tópicos que quiero mencionar, o de los que quiero hablar, no exactamente con la misma extensión. En el que me voy a extender más es el tema de las tendencias globales de la economía mundial hoy en día, y trataría de enfatizar mi punto de vista de que en realidad estamos entrando en este momento en un nuevo paradigma, no en un ciclo común de la economía sino en una situación nueva de largo aliento. Algo que se diferencia de los ciclos anteriores.

Esto es lo que trataría de aplicar en la primera parte que me parece muy interesante. Pero luego quiero hacer hincapié también bastante detalladamente, en cuáles son los riesgos y vulnerabilidades de este nuevo paradigma que yo quiero plantear. O sea, cuáles son los riesgos y las vulnerabilidades de la economía mundial en este momento a los cuáles habría que prestarles atención y darles distintas ponderaciones de acuerdo a cómo nosotros estimemos la capacidad de estos riesgos, o estas vulnerabilidades, de romper la tendencia, que yo creo que es una tendencia de largo plazo.

**ESTA INFORMACIÓN ES CONFIDENCIAL Y DE USO RESTRINGIDO.  
NO PUEDE NI REPRODUCIRSE NI CITARSE SIN PREVIA AUTORIZACIÓN DE LA FUNDACIÓN  
PENT.**

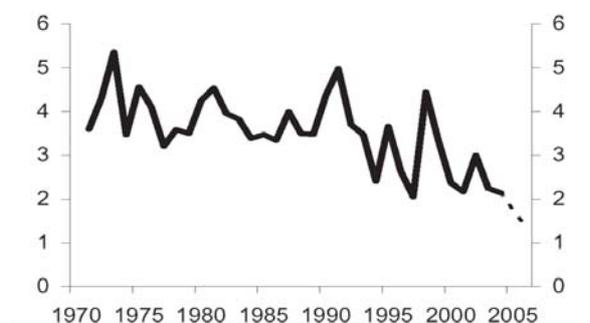
Y finalmente quiero hacer un par de reflexiones muy cortas sobre la estructura del sistema internacional. Particularmente hablar un poquito de la tendencia neo proteccionista en el mundo y del rol, o falta de rol del FMI en este contexto de este nuevo paradigma.

¿Cuáles son las tendencias principales de la economía? Rápidamente, todos prácticamente las conocemos. Sabemos que la recesión del año 2001-2002, se revirtió en el año 2004. Y en el año 2004, la economía mundial en forma agregada creció más que en los últimos treinta años. Fue el año de mayor crecimiento de la economía mundial en los últimos treinta años y además, fue el año en que hubo el crecimiento más sincronizado de las distintas economías. ¿Qué significa esto? Que los distintos países del mundo crecieron a tasas no tan diferentes como en el pasado, y que (acá podemos ver una medición, esta es una medición técnica de la dispersión de la tasa de crecimiento, de la diferencia entre la tasa de crecimiento de los distintos países) y vemos que está en un mínimo histórico, realmente, un promedio de alrededor del 4% de la desviación estándar que llegó a un nivel de 1,5%.



Esto significa que casi todos los países del mundo crecieron a tasas relativamente semejantes. Por ejemplo, yo siempre doy el ejemplo que en el año 2004 dos de las economías latinoamericanas que tienen el potencial de ser países fallidos, como Bolivia o Ecuador, crecieron al 4%.

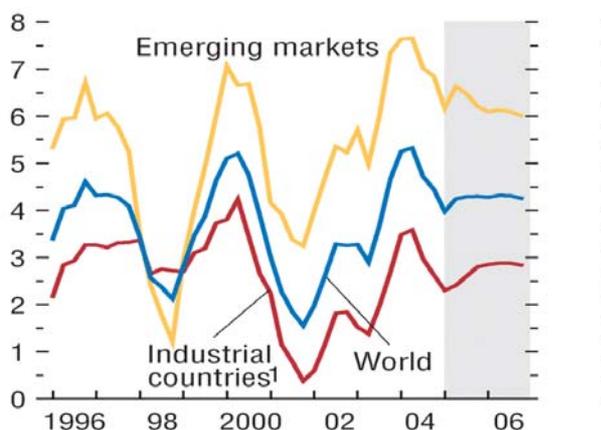
#### Dispersión en las tasas de crecimiento del PBI global (en Desv. Stand. %)



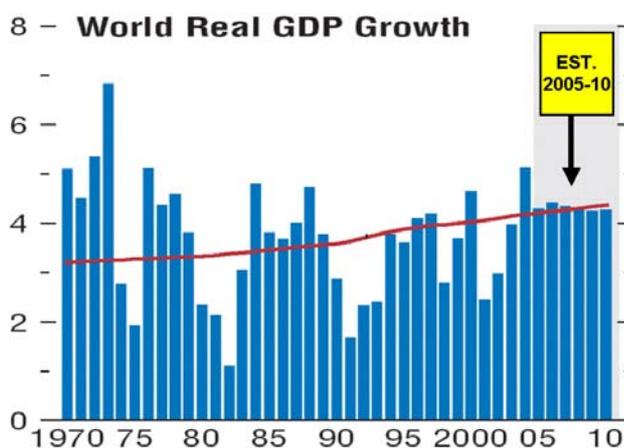
Obviamente después el crecimiento se redujo, pero los países emergentes crecieron a una tasa doble, que duplica la tasa de los países industriales. O sea, todos los países crecieron más que

en el pasado, que en los últimos treinta años, la dispersión es menor, pero si separamos los grupos emergentes, y los países industriales vemos que los países emergentes crecieron al doble de la tasa de los otros países.

### Tasas de crecimiento anual del PBI



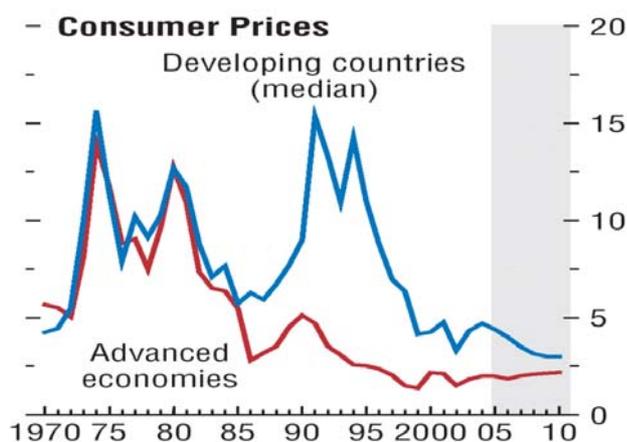
Entonces, el primer elemento que yo creo que hay que tomar en cuenta, el primer elemento de la economía mundial en este momento es que la recesión del 2001 terminó. Tenemos un crecimiento muy rápido en el año 2004 y la tendencia a mantener el crecimiento en cierta forma disminuye de los niveles del año 2004, pero se mantiene hasta el fin de la década. Casi todas las proyecciones que nosotros encontramos hoy, muestran que el crecimiento de la economía mundial va a continuar hasta el fin de la década a un promedio de alrededor del 4%, 3,8% a 4,3% como lo vemos en la proyección. O sea que el año 2004 fue el crecimiento más alto después del principio de los '70. Esta tasa de crecimiento disminuye en el 2005 pero disminuye a niveles muy aceptables de alrededor del 4%, 4,5% y la proyección esta se mantiene hasta el fin de la década.



Fuente: WEO, FMI, 2005

El primer elemento es crecimiento rápido de la economía. Este alto crecimiento de la economía mundial, viene acompañado por otros dos elementos importantes. Uno es las tasas de inflación bajas en todo el mundo. Tasas de inflación bajas, y no solamente bajas, sino cayendo. Además tasas de interés en términos nominales y definitivamente en términos reales en algunos casos bajas. O sea el costo del crédito en términos reales muy bajos y hasta cierta forma históricamente bajos. Acá vemos las tasas de inflación bajas y cayendo, proyectadas a mantenerse entre alrededor del 2%, 2,5%, un poquito más bajo para los industriales, un poquito más baja para los emergentes.

### Tasas de inflación

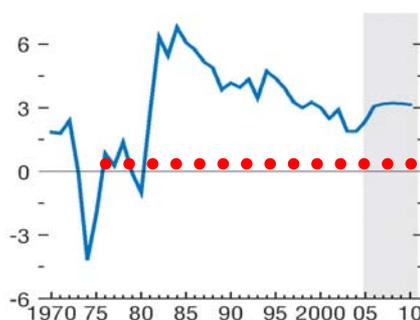


Esto ya es un elemento para tomar en cuenta, o sea, si tenemos que la inflación internacional proyectada va a estar alrededor del 2,3% en todos los países del mundo, incluso los emergentes, una inflación del 10%, 12% es muy alta.

Este es el elemento fundamental, que la inflación en el mundo ha sido conquistada, digamos, ha sido derrotada.

Esta es la tasa de interés en términos reales que también es relativamente baja: el nivel más bajo desde los años '80. O sea tenemos crecimiento alto, inflación baja, tasas de interés reales bajas.

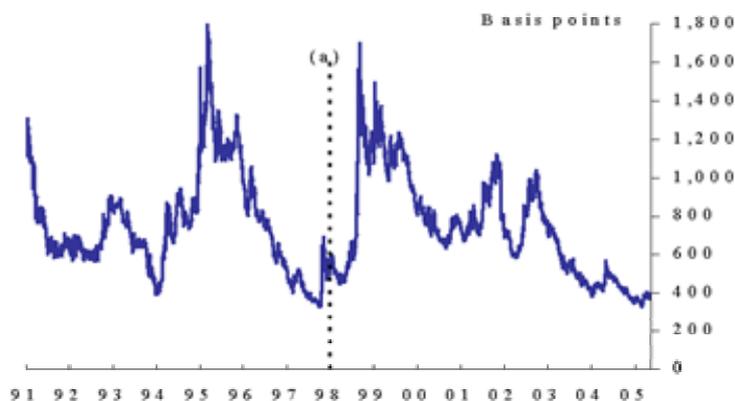
### Tasa de Interés Real de Largo Plazo 10 años – Promedio Ponderado Países Industriales



Y esta constelación del crecimiento con inflación baja y costos bajos del crédito se completa con otros dos elementos adicionales. Uno es el tema de las commodities, el precio de las commodities está alto y creciendo y el de la energía también.

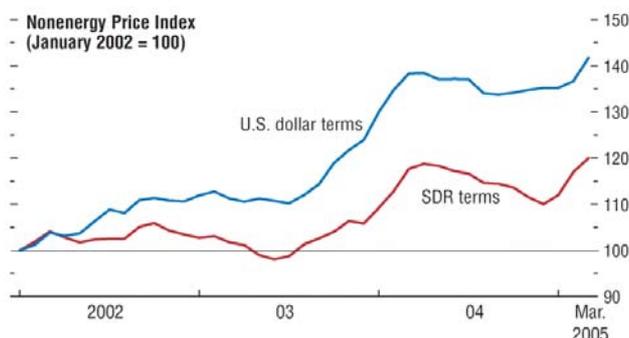
Lo del petróleo lo voy a tratar por separado en otro momento pero en realidad lo que decimos es que el precio de las commodities y el precio de la energía está alto y subiendo. Y el segundo elemento que completa este panorama es una caída en el riesgo país agregado, digamos, en el spread sobre la tasa en riesgo.

### Riesgo País Países Emergentes



Básicamente el costo del crédito de los países emergentes también cayendo y a nivel relativamente, diría muy, muy bajo. Aquí vemos los gráficos de los dos puntos que mencionaba, vemos la subida en el precio de las commodities, en dólares y en términos de los derechos que elegí, o sea, en cualquier moneda que las miremos las commodities suben y están en su máximo.

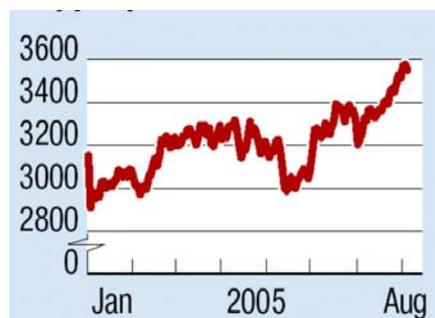
### Índice de Precios de las Commodities Ex-Energía – Base Enero 2002=100



Para dar un ejemplo tomé el precio del cobre que está en su máximo histórico. Y acá tenemos el tema de los spread del costo de capital a los países emergentes también por debajo del nivel histórico mínimo. Esta es la constelación que yo veo en este momento.

**ESTA INFORMACIÓN ES CONFIDENCIAL Y DE USO RESTRINGIDO.  
NO PUEDE NI REPRODUCIRSE NI CITARSE SIN PREVIA AUTORIZACIÓN DE LA FUNDACIÓN  
PENT.**

### Precio del Cobre (U\$D por tonelada)



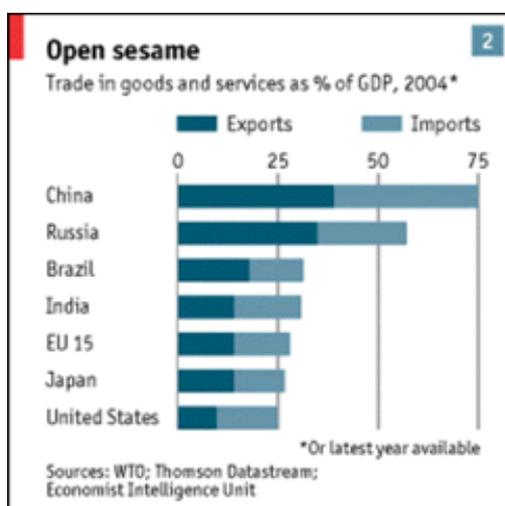
Lo que viene tampoco es una gran novedad pero lo quiero mencionar. Ya hemos mencionado los cinco elementos: el crecimiento alto en el mundo; tasas de interés bajas; tasas de inflación bajas y decrecientes; el spread; el costo del crédito a los países emergentes, realmente al mínimo de los niveles históricos; y los precios de las commodities y de la energía altos y subiendo. A esta constelación de cinco factores podemos caracterizarla como a un ciclo, o podemos caracterizarla como un nuevo equilibrio de largo plazo. Nosotros estábamos acostumbrados en el siglo XX, después de la Primera Guerra Mundial, a que la economía mundial fuera básicamente cíclica. Constantemente hubo ciclos. Y aquí tenemos la tendencia a creer, entonces, que obviamente estamos en otro ciclo. Y eventualmente los precios de las commodities caerán, el precio de la energía caerá, la inflación subirá, la tasa de crecimiento mundial se desacelerará, etc. Lo que yo quiero plantear acá es que a mi juicio estamos en presencia, en realidad, de un nuevo paradigma en el sentido de que estamos en la presencia no de un ciclo sino de un nuevo equilibrio de la economía mundial que tiene estas características. Crecimiento alto, precio alto de commodities pero inflación baja y costo de capital en términos de crédito y tasas de interés reales bajas. Y que este es un paradigma en el sentido de que tiene potencial de tener un muy largo aliento. O sea así como el ciclo que comenzó en el año 1890 duró 25 años y en realidad no fue un ciclo sino que se interrumpió por la Primera Guerra Mundial, lo que yo estoy planteando acá es que estamos en presencia de factores reales que pueden hacer a esta constelación, que obviamente podemos considerarla luego en sus implicaciones para la Argentina. Este es un tema interesante, porque todos estos factores juegan a favor de la Argentina, mientras que en otros países no juegan todos a favor. Obviamente el precio del petróleo no juega a favor para todos y la competencia de manufactura barata tampoco juega a favor para todos, pero en principio esta constelación tiene potencial de mantenerse por un largo período. Esto no es un ciclo, sino un nuevo equilibrio porque está causado no por fuerzas cíclicas sino por fuerzas reales de largo plazo.

¿Cuáles son las fuerzas reales de largo plazo? Obviamente, estoy tratando de mantener este punto, hay que explicar o hay que tratar de convencer que en principio los factores detrás de este paradigma son factores de largo plazo. Sujetos a riesgo y a variabilidades pero son factores de largo plazo. Y ¿cuáles son estos factores que explican el nuevo paradigma? Hay dos factores fundamentales con un tercero auxiliar.

Uno es la irrupción de China en el sistema de mercado internacional. El segundo es el salto en la productividad: os avances en la productividad del trabajo debidos a los cambios tecnológicos extraordinarios en las economías avanzadas y particularmente en los EE. UU. Estos dos factores son factores de largo plazo, son factores de cambio estructural en el sistema. La irrupción de China y la productividad.

¿Cuál es el tema de China? ¿Por qué es tan importante para explicar el paradigma? China tiene tres características fundamentales que la hacen distinta al resto de los países en general y que tienen una influencia sobre lo que está pasando hoy en día en este contexto muy particular. El primer factor es el crecimiento rápido y sostenido que ha mantenido el país durante casi 20 años a tasas del 9% ó 10%. Y por ejemplo, el crecimiento de China contribuye al crecimiento mundial más que Brasil, India y Rusia combinados. O sea, es realmente una masa crítica en la determinación de los desarrollos de la economía mundial. El primer elemento es la capacidad de mantener un crecimiento alto y sostenido por un período extremadamente largo y sin proyección, ya vamos a llegar a eso, sin proyección realista de que esto se revierta. Pero esto, de por sí tal vez no hubiese sido suficiente para explicar los elementos del paradigma. Lo que es fundamental en China es que es una economía extremadamente abierta. El 75% del producto, la suma de exportaciones e importaciones llegan al 75% del producto.

### Comercio Internacional Bienes y Servicios - % del PBI (2004)

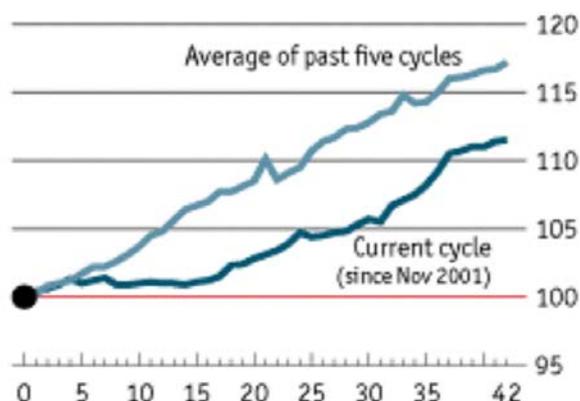


Eso es realmente un nivel extremadamente alto, como pueden ver en los EE.UU. está alrededor del 25%. Creo que la Argentina, ahora, debido a la caída del valor del producto en dólares y la subida en el valor de las exportaciones en dólares, también ha llegado al 25%. Pero creo que antes de la devaluación estuvimos alrededor del 10. Entonces, comparemos esto con un 75%. Obviamente lo que pasa en este país tiene influencia sobre el resto del mundo, mucho más que lo que pasaría en una economía mucho más cerrada.

Y tercero, el elemento crucial en este paradigma, es el factor trabajo que no es solamente abundante sino que su incorporación en el mercado internacional tiene un impacto fundamental sobre la oferta laboral en el mundo. Aquí hay una estadística con la que no sé si ustedes están familiarizados. Yo creo que es una estadística muy interesante. En los últimos 12 años, como consecuencia del incremento de la incorporación al mercado laboral global de la fuerza de trabajo de la China, India y Rusia, combinados se ha duplicado la fuerza laboral en el mundo, pero de esto dos tercios es la China. Se duplicó el factor trabajo.

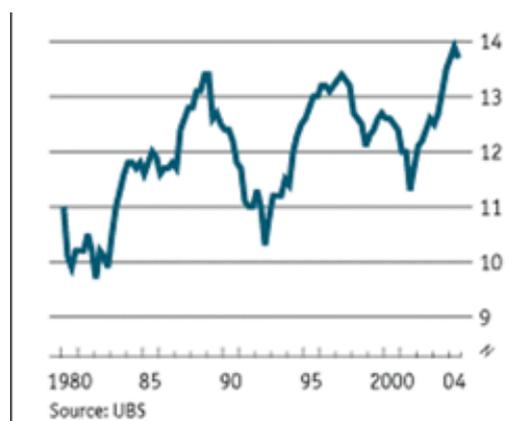
Bueno, todos nosotros sabemos que si se duplica el factor trabajo los precios tienen que caer, esto está claro. Y esto por supuesto hace caer el nivel global de salarios reales y hace subir el rendimiento del capital.

### EEUU: Salarios Reales Evolución Cíclica



En forma extrema tenemos una duplicación de un factor de producción con el otro factor creciendo a tasas normales, lentas. Y eso es algo que creo que es importante tomarlo en cuenta en general, porque no es un fenómeno únicamente en la China, y no es un fenómeno que pasa solamente porque hay competencia a través de los productos. Hay competencia en el mercado laboral global porque hoy se puede hacer outsourcing, porque hoy se puede producir y manejar el proceso productivo desde otros lugares. Y el tema de la competencia laboral pone presión sobre todo el espectro del mercado laboral internacional. Eso lo que hace es deprimir, en cierta forma, el nivel de salarios reales en el mundo y subir, por supuesto, los rendimientos de capital. Acá lo vemos desde la salida de la recesión en EE.UU. en el año 2001. Lo que vemos es que el ciclo actual, yo no lo quiero llamar ciclo porque creo que es un nuevo paradigma, pero, nuevamente en los cuatro o cinco años desde la salida de la recesión en los EE.UU. los salarios reales han crecido alrededor del 10% mientras que en todos los ciclos pasados habían crecido cerca de un 20%. Entonces ya vemos que hay un efecto claro sobre los salarios reales. Y esto lo podemos ver en otros países también, pero lo que es realmente muy interesante es el crecimiento del capital.

### El Rendimiento del Capital Beneficio Empresarial, como % del PBI - G-7



El beneficio empresarial como porcentaje del producto está en un máximo histórico de 75 años. Acá tengo desde el año 1980 pero los números muestran que cuando el beneficio empresarial llega al 14% del producto en el año 2004, este es un máximo de los últimos 75 años. O sea, los capitalistas del mundo tienen muchísimo que agradecer al proletariado chino por los rendimientos extremos y extraordinarios del capital.

**ESTA INFORMACIÓN ES CONFIDENCIAL Y DE USO RESTRINGIDO.  
NO PUEDE NI REPRODUCIRSE NI CITARSE SIN PREVIA AUTORIZACIÓN DE LA FUNDACIÓN  
PENT.**

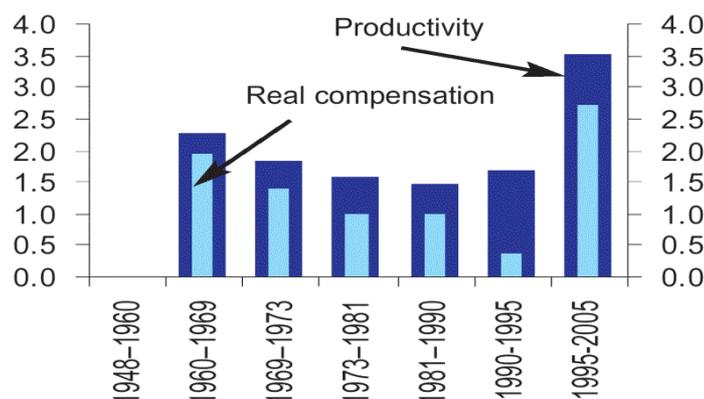
Pero ¿qué influencia tiene esto sobre el tema del paradigma al que yo me refería? En primer lugar hay una distensión sobre las presiones salariales, pero lo que sí existe es una caída sostenida del precio de las manufacturas intensivas en el factor trabajo. Esto es lo que contiene la inflación en el mundo. La capacidad inflacionaria de las manufacturas, no solamente las intensivas en capital sino también las intensivas de mano de obra, está contenida. Y su precio en términos nominales y reales -eso es muy importante- viene cayendo en forma bastante marcada. Las estadísticas muestran, por ejemplo, que el precio real de los zapatos en el mundo, tomando distinto tipo de índice, ha caído en los últimos cinco años en alrededor del 10%, 11% y los textiles 8,9 %. Y así hay estadísticas en todos estos productos. No solamente tenemos una contención sino una caída en el precio real de una variedad grande de productos. Esto se combina con un aumento en la demanda y en el precio de las commodities y de la energía, pero el promedio nos da una inflación baja. O sea, dominan los productos manufacturados sobre los insumos. En resumen lo que estamos diciendo es que debido a la inclusión de China y a la capacidad de China, no solamente de producir barato, sino de poner un tope al crecimiento salarial del resto del mundo, hace que la inflación del resto del mundo esté controlada, que tenga un techo. Porque el precio de una gran cantidad de productos continúa cayendo en términos reales. Este es el primer elemento del paradigma. Pero esto también viene junto con un aumento sostenido del precio de las materias primas y de la energía.

Esa es la primera explicación del paradigma, que estos elementos son reales, no son elementos cíclicos y que tienen potencial de mantenerse por un período muy largo, por una década, por dos décadas; y por lo tanto no vamos a observar ni una subida en la inflación internacional, ni una caída en la tasa de crecimiento mundial, ni una caída en el precio de las commodities, etc.

Pero hay otro factor, esto es lo que acabo de decir que nos da una tasa baja de inflación, y lo que por supuesto no agregué, pero que es obvio, es que esto también explica porqué las tasas internacionales de interés a largo plazo son bajas, están deprimidas. Ya voy a llegar a este punto cuando hable sobre los riesgos. Son bajas porque las expectativas de inflación a largo plazo en el mundo han sido reducidas. Entonces si ya sabemos que en el futuro la inflación no tiene potencial de subir en el mundo, las tasas de interés de largo plazo no suben. Este es el resultado.

¿Cuál es el segundo factor? El segundo factor es el tema de la productividad. Hay un retorno, una vuelta a lo que se llama la nueva economía, después de la burbuja del "Dot Com". En principio lo que nosotros vemos, lo que observamos, es que hay muchas formas de medirlo, pero de una forma u otra el progreso tecnológico acelerado en los EE.UU., la incorporación de cambios tecnológicos aceleradamente al proceso de producción -lo que ha traído es que haya una ganancia de productividad en los EE.UU.- no tiene demasiados precedentes. Tiene precedentes históricos pero no muchos. En general en 1994 y por los últimos diez años el producto del trabajo por hora en los EE. UU. ha subido a una tasa del 5%, o sea, hay ganancias de productividad de 5% por año en los EE. UU. Eso es mucho.

## EEUU: Ganancias de Productividad



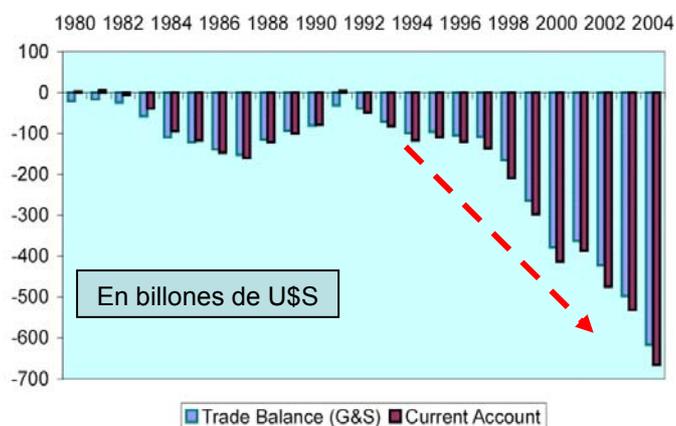
Ahora acá hay algo, el análisis de la tasa de productividad comparada con el salario real, como vemos en el gráfico, no han subido en los EE. UU. al mismo nivel que las tasas de productividad. Eso, en cierta forma, tiene algo que ver con la discusión que hay acá, todos los economistas hablamos del aumento de salarios reales, los aumentos de salarios hay que darlos si hay aumento de productividad. Sino es inflacionario. Pero la verdad es que en los EE. UU. ni siquiera los salarios han alcanzado al aumento en la productividad. Eso en cierta forma es un poco preocupante. Y la razón que yo veo entre esta diferencia entre la línea celeste y la línea azul es el otro elemento que mencionaba antes, la depresión de todos los salarios reales, el influjo de mano de obra, la incorporación de mano de obra del resto del mundo combinado con la tecnología. La realidad es que uno puede sentarse en Nueva York y con el cambio tecnológico y el outsourcing producir todo: servicios, producir no transables, desde una esquina del mundo producir en la otra. O sea, la combinación de la mano de obra barata y la tecnología ha traído esto.

Una observación interesante que hizo Samuelson sobre esto, hace poco. Samuelson que creo ha cumplido 90 años, tiene una visión de largo plazo. Entonces dijo, en toda mi observación, en mi vida económica, nunca pensé realmente que se podía producir productos de alta tecnología con salarios bajos. Tenemos una combinación de salarios bajos produciendo productos de muy alta tecnología. Y eso, todavía, no lo he terminado de entender. Creo que es una cosa interesante para reflexionar. Bueno esto es prácticamente, digamos, el tema del paradigma.

Ahora a lo que quiero entrar es a preguntar si es realmente sostenible. Porque yo lo que estoy planteando acá es que tenemos una situación de largo plazo, de largo aliento. Hay que analizarla y ver qué implicaciones tiene para nosotros, cuáles son las estrategias que hay que tomar en estas condiciones, qué elementos pueden ayudar y de qué elementos hay que protegerse. La pregunta es si esto es realmente sostenible.

Bueno, hay varios factores por los cuales puede tener un problema. El primer problema fundamental es que estas fuerzas que son reales, están combinadas con un desequilibrio macroeconómico, globalmente hablando. Junto con estos desarrollos que hemos mencionado, se ha creado un desequilibrio global macroeconómico que tampoco tiene demasiado precedente. ¿Cuál es el desequilibrio global? Está básicamente representado por tres factores, resumiendo: (1) Los déficits gemelos en los EE. UU., el déficit fiscal y externo. Como consecuencia de esto la gran transferencia global del ahorro de recursos hacia los EE. UU. desde todo el resto del mundo y la alta liquidez de los mercados financieros ha aumentado lo que se llama la toma de riesgo, la búsqueda de activos con mayor riesgo.

## EEUU: Cuentas Externas

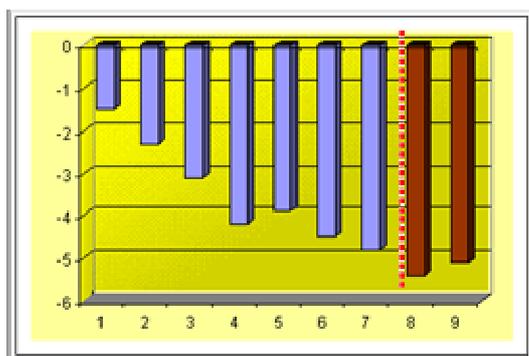


Son los elementos que se mencionan. Yo los quiero analizar de una manera diferente, pero realmente estos son los elementos que se mencionan como parte del desequilibrio mundial.

Hay un desequilibrio extremo en EE.UU. que causa una gran transferencia de recursos del resto del mundo a los EE.UU. y además, como parte de este proceso, hay una liquidez mundial a niveles relativamente altos y esta liquidez mundial hace que aumente la toma de riesgo. Cuando aumenta la toma de riesgo hay más potencial de que ese riesgo se realice.

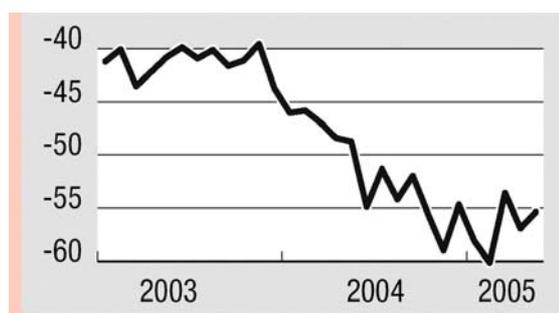
Estos son los elementos del desequilibrio global y quiero dar algunos números. Cómo ha aumentado rápidamente el desequilibrio de la cuenta corriente de los americanos?

### EEUU: déficit en cuenta corriente (% del PIB)



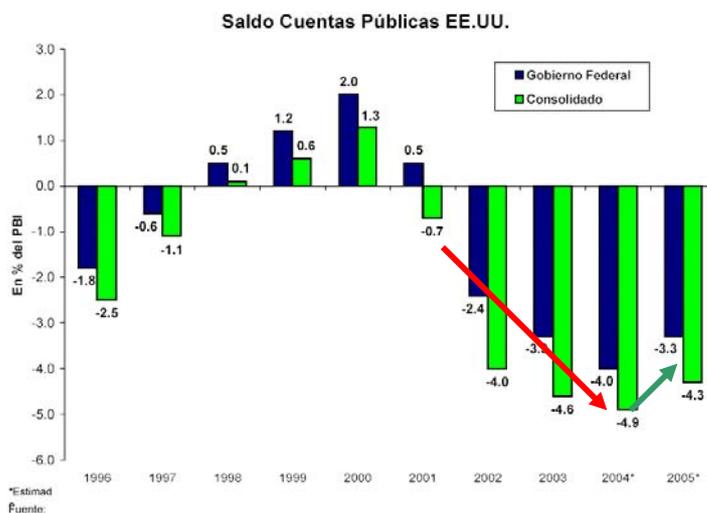
### EEUU: balance comercial

#### Bienes y servicios (u\$s 000m- mensual)



Se habla de que en el año 2005 tal vez haya una corrección pero oímos que la corrección es marginal. No solamente eso, sino que se dan los datos mes a mes. Este es el desequilibrio en términos de miles de millones de dólares, es mensual. Sesenta mil millones y supongo que está oscilando alrededor de eso. Hay una mejora un mes, un empeoramiento el otro mes, todo el mundo usa eso para explicar cualquier cosa pero en principio vemos que la tendencia no es hacia una mejora, al contrario, creo que las proyecciones son que probablemente llegue al 8% del PIB. Pero este déficit, ahora es de seiscientos mil millones de dólares Tiene otra característica, no otra característica pero un elemento cuantitativo interesante y es que el déficit

americano constituye hoy en día más del 1% del producto mundial. Esto es un número que tampoco tiene antecedentes. No ha habido en la historia, por lo menos eso dicen los historiadores financieros, un caso en el cual un país absorba, como recursos, como ahorro mundial, el equivalente al 1% del producto. Es un número muy grande. Entonces, obviamente, la pregunta es si esto es sostenible. Si es sostenible y si no, cuánto tiempo puede llevar hasta que esto se corrija y cómo se puede corregir. Obviamente la idea es que los EE.UU. pueden tener un déficit permanente de alrededor del 3% del producto pero no del 5%, o del 6%, o del 8%. Tres por ciento sí, porque absorben desde el punto de vista de la inversión mundial, desde el punto de vista del señoraje, desde el punto de vista de las reservas, etc. Puede absorber ahorros mundiales de alrededor del 3% del producto pero la idea es que 5%, 6% u 8% es muy difícil mantener. Y por lo tanto se necesita analizar cuáles son los elementos que llevarían a un ajuste, que permitirían realmente eliminar este déficit.



Bueno acá es donde está la gran discusión. ¿Cuál es la causa del déficit? y hay realmente cualquier cantidad de explicaciones pero básicamente la explicación fundamental es que el nivel de ahorro en los EE. UU., ahorros del sector público y del sector privado, es deficiente. El sector privado no ahorra primero y el sector público desahorra. Y por lo tanto, EE. UU. al tener ahorro negativo básicamente absorbe los ahorros del resto del mundo debido a la atracción que tiene la moneda americana y la economía americana por una serie de razones incluyendo las ganancias de productividad y las ganancias tecnológicas que ya he mencionado anteriormente.

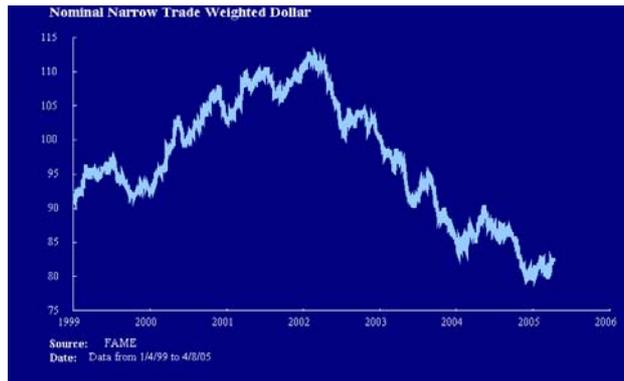
Ahora, hay una teoría dando vueltas, es una teoría seria, la Reserva Federal la está promoviendo en cierta forma, y dice lo siguiente: la habrán escuchado muchos de ustedes, y es que el tema es al revés. El tema se debe a que debido a la crisis de Asia y otras crisis de los países emergentes, el resto del mundo comenzó a sobre-ahorrar. Hay un problema de sobre-ahorro en el resto del mundo entonces los EE.UU. no tienen más remedio que absorber esos ahorros para evitar una recesión mundial. O sea que el ahorro americano, el déficit americano, es un residuo del comportamiento del resto del mundo. Yo no suscribo demasiado a esa tesis pero quiero que se analice porque hoy en día es una de las ideas, e implica que por lo tanto la solución no viene por el lado de lo que pueda hacer los EE.UU.. La solución viene por el lado de qué pueden hacer el resto de los países. Entre otras cosas reevaluar su moneda. ¿Por qué? Porque con estos niveles de desequilibrio la contención del desahorro americano no sería suficiente, aún si se hiciera no sería suficiente. Para resolver esto en forma ordenada, lo que

**ESTA INFORMACIÓN ES CONFIDENCIAL Y DE USO RESTRINGIDO.**

**NO PUEDE NI REPRODUCIRSE NI CITARSE SIN PREVIA AUTORIZACIÓN DE LA FUNDACIÓN PENT.**

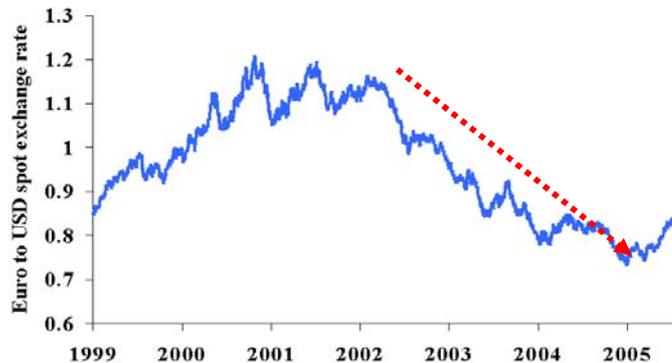
sería necesario es una gran devaluación del dólar, lo que haría necesario una corrección del precio relativo del dólar y allí hay varios estimados. Un Ex Economista Jefe del FMI entre otras cosas escribe que él cree que la devaluación real americana tiene que ser de un 30%. Hay distintos estimados, no mucha gente se anima a decir números, pero en lo que todos están de acuerdo es en que esto debe realmente declinar, el dólar debe declinar y que debe declinar en forma ordenada para evitar una crisis o algo que descarrile este paradigma.

### El Dólar ha caído fuertemente desde el comienzo del 2002



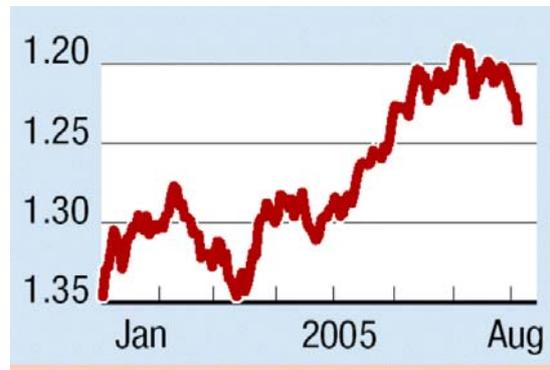
### Tasa de Cambio: EUROS por U\$\$

1999-2005

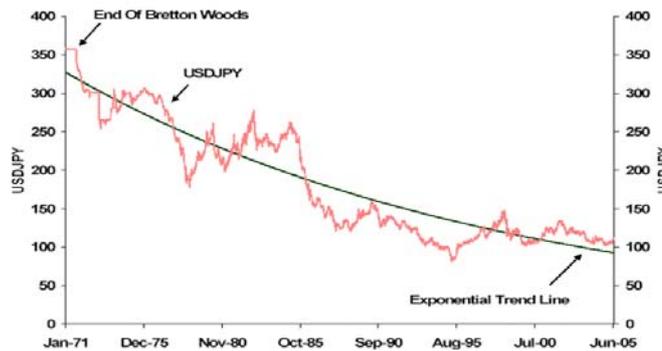


Fuente: Thompson DataStream, Reuters data

## El dólar Tasa de Cambio: Dólares por Euros



## Tasa Yen/Dólar: Largo Plazo



En esto, sencillamente quiero mostrar porqué creo realmente que esto es así. Realmente lo que se necesita es un ajuste de la moneda americana. Se necesita un ajuste del dólar. Este tiene que devaluarse con respecto al resto de las monedas.

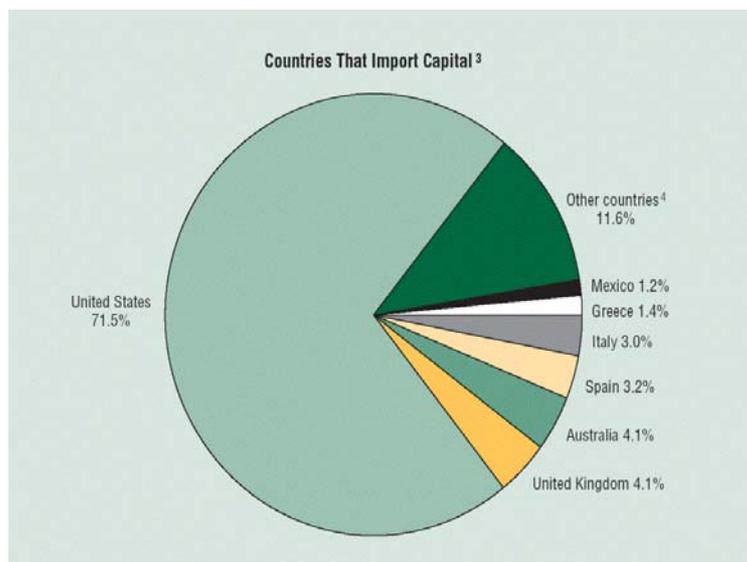
Les quiero mostrar, muy esquemáticamente, es que el déficit americano en las cuentas públicas muestran algunas mejoras marginales en el año 2005, como pueden ver. Y aunque se mejoren realmente las cuentas americanas, hay un estudio de la Reserva Federal de San Francisco, un estudio econométrico muy prolijo, que muestra que si el déficit fiscal americano desde el año 2001 hubiese sido cero, si hubiéramos destruido el déficit fiscal americano, el déficit externo hubiese sido la línea roja en lugar de la línea negra. Prácticamente no hubiese sido diferente, en lugar del 6% del producto sería 5%. O sea que solamente la corrección del déficit fiscal no es suficiente. Lo que es necesario también es una corrección de los precios relativos y por supuesto una disminución del déficit, o de la falta de ahorro del sector privado, las familias y las empresas, y para eso un cambio en la tasa del dólar podría contribuir.

Lo que creo es que hay un potencial para una devaluación del dólar ordenada, que no tenga efectos negativos sobre el paradigma que yo estoy planteando. ¿Por qué? Porque vengo de que el dólar se ha venido devaluando, desde el año 2001 se ha venido devaluando con respecto a una canasta de monedas, se ha venido devaluando con respecto al Euro, ha habido ahora una recuperación en los últimos días, en los últimos meses, pero creo sinceramente que es de largo plazo, que el dólar se seguirá devaluando con respecto al Euro. Acá vemos las

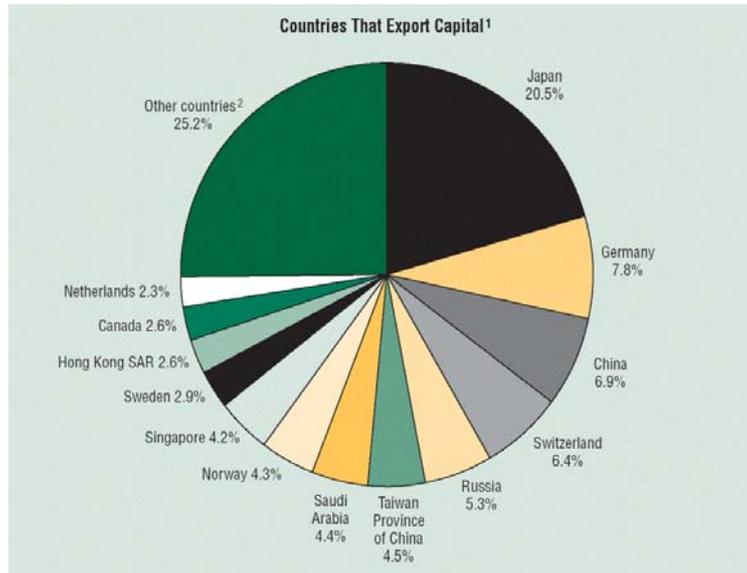
fluctuaciones con respecto al Euro arriba y abajo, pero con seguridad con una tendencia devaluada. Y en mi opinión es interesante ver cuál es la tendencia secular del dólar con respecto al Yen, que es la moneda que realmente podemos proyectar dentro de 30 años, porque el marco alemán no existe más y ese tipo de cosas. Vemos que en Enero del año 1971, hace 35 años, el Yen estaba por arriba de los 350 yenes por dólar, hoy está alrededor del 108, 109, es decir, ha habido una caída en treinta años del valor del dólar a un tercio de su valor final con respecto al Yen y a pesar de que ha habido perturbaciones, no ha sido un elemento fundamental. No ha causado la eliminación del dólar como moneda de reserva central del sistema, a pesar de haberse devaluado. Claro, había diferencia en las tasas de interés, en todo lo que se quiera. Pero la realidad es que el dólar tiene tendencia secular a devaluarse sin que esto afecte su rol como moneda central.

El tema es la transferencia internacional de ahorros. Ese es el ajuste, pero yo quería mostrar las consecuencias de este desajuste. Y porqué están aquellos que dicen: esto no es sostenible porque el otro lado de la moneda es que el resto del mundo tiene que tener un superávit. Si EE.UU. tiene un déficit el resto del mundo tiene que tener un superávit. Y si tiene un superávit, a lo largo del tiempo lo que tiene que hacer es acumular riqueza, en cierta forma, generar reservas. Entonces, ¿en qué medida es esto sostenible?.

Hay dos gráficos interesantes. ¿Cuáles son los países que importan capital en el mundo?

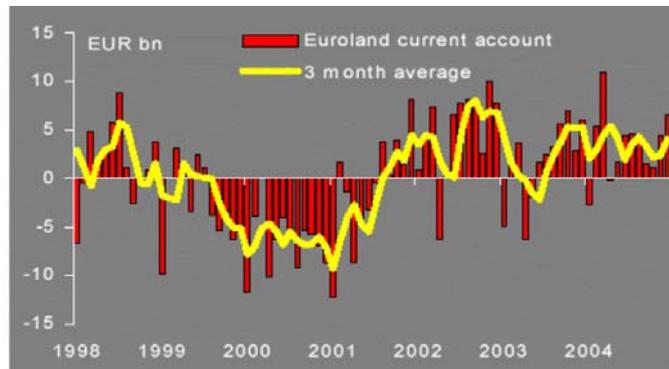


Los EE. UU., así como el Reino Unido o España, son los países que tienen déficit. Pero el 71% de los ahorros internacionales que se transfieren los absorben los EE. UU. Y todo el resto del mundo es el que los transfiere. Acá vemos todo el resto del mundo que los transfiere.



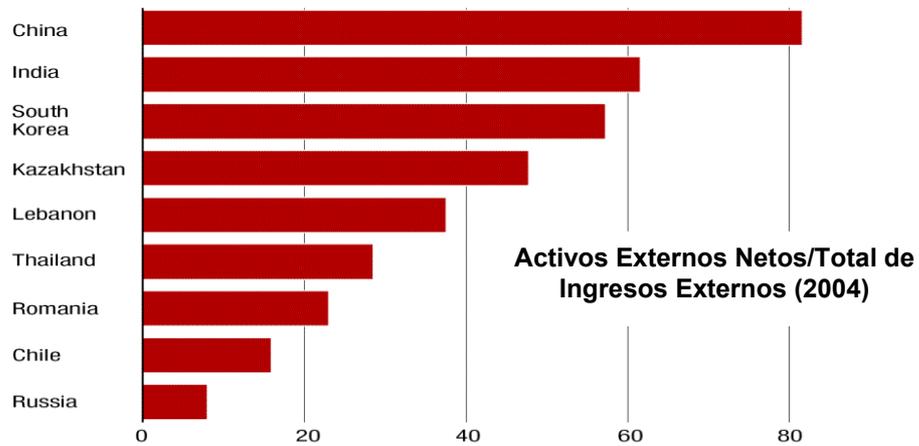
¿Qué es lo que causa esta transferencia de los ahorros? Bueno, causa un superávit en el resto de los países, acá vemos el superávit en Europa.

### EUROLAND: Superávit en Cuenta Corriente

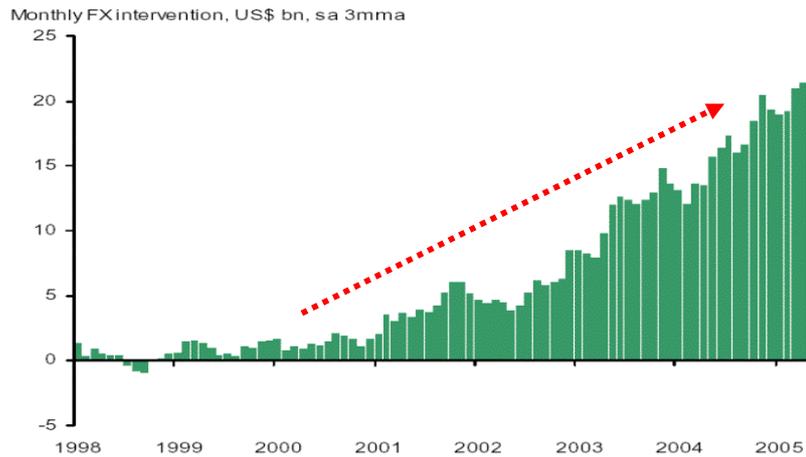


Alemania tiene un superávit alto, etc. Y lo interesante, desde nuestro punto de vista, es que los mercados emergentes se han convertido, en realidad, en países acreedores, no en países deudores. Hoy en día, en términos netos, los países de los mercados emergentes se han convertido en países acreedores netos de países emergentes: China, India, Corea y Kazajstán son países como Bolivia o Rumania. No son grandes potencias y sin embargo vienen acumulando activos netos.

## Los mercados emergentes se han convertido en acreedores netos...

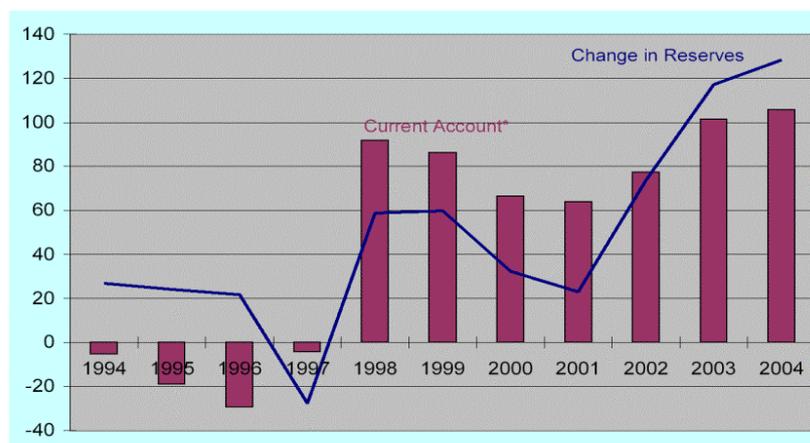


## China: Reservas Internacionales Flujo mensual (promedio móvil trimestral)

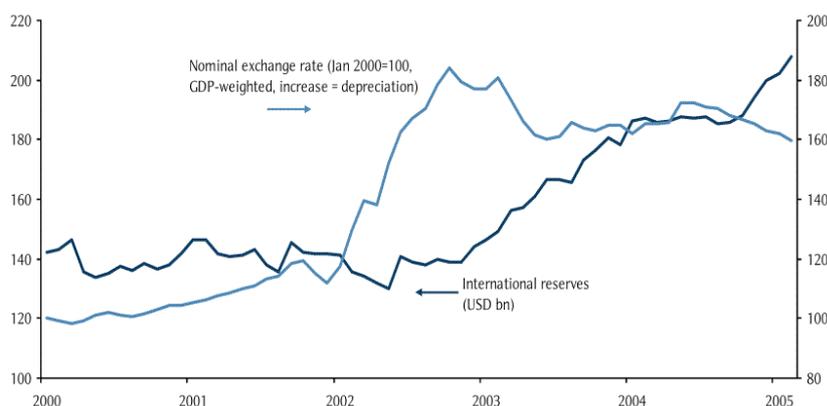


Por lo tanto hay una transferencia de ahorros hacia EE. UU. y se vienen acumulando activos netos. Acá vemos la subida de las reservas de China, mes por mes, a una velocidad realmente muy rápida, y la acumulación de reservas en el resto de Asia y en América Latina.

## Asia Emergente (ex-China) Cuenta Corriente y Reservas



## América Latina: Acumulación de Reservas Internacionales



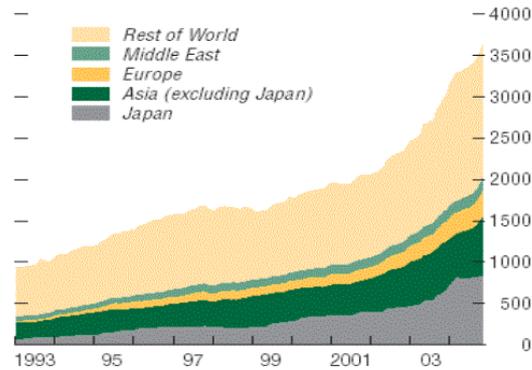
Source: Central Banks, Haver, and Bloomberg.

Veamos la acumulación de reservas en América Latina. Millones de dólares en toda América Latina que se están acumulando en reservas. Por eso en este contexto yo nunca tengo problemas cuando me preguntan. Yo no creo, de ninguna forma, que haya un problema en la política del Banco Central argentino de acumular reservas. Creo que en este momento hay problemas de otro tipo del manejo macro inflacionario, etc., pero la idea de querer llegar a niveles de 30 o 35 mil millones de dólares no me parece contramano de la realidad mundial. Para nada, yo creo que es parte de la tendencia.

Acá ven la acumulación de dólares en reserva en general.

## Acumulación Global de Reservas

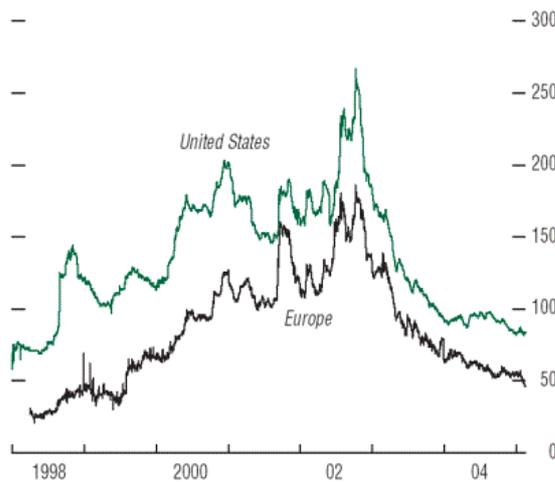
### Rising Global Liquidity: International Reserve Accumulation (In billions of U.S. dollars)



Bueno, y ya finalmente quería mostrar el tema de la alta liquidez, la toma de los riesgos. ¿Cuáles son los problemas de la alta liquidez en el sistema? Vemos acá que el apetito por riesgo ha aumentado en forma tal que los spread y las diferenciales han caído en todas las categorías del ámbito. Estas son las corporaciones de primera línea americanas y europeas. Vemos que, realmente, el costo de endeudarse ha caído. Pero lo interesante es que los bonos de alto riesgo han caído.

## Apetito por Riesgo: Deuda Comercial Privada (Spreads)

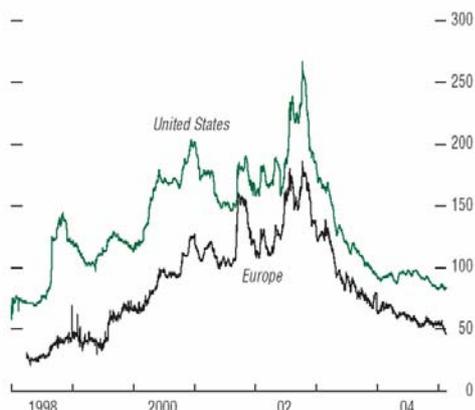
### Figure 2.7. High-Grade Corporate Bond Spreads (In basis points)



Source: Merrill Lynch.

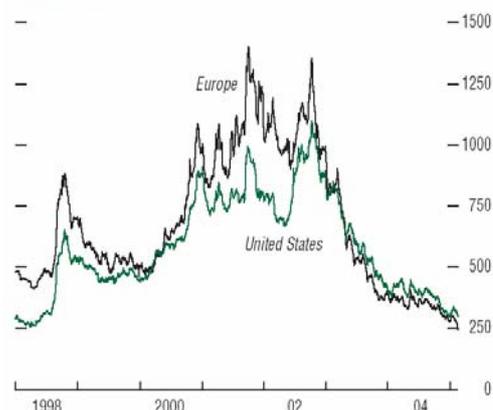
## Apetito por Riesgo: Deuda Comercial Privada (Spreads)

**Figure 2.7. High-Grade Corporate Bond Spreads**  
(In basis points)



Source: Merrill Lynch.

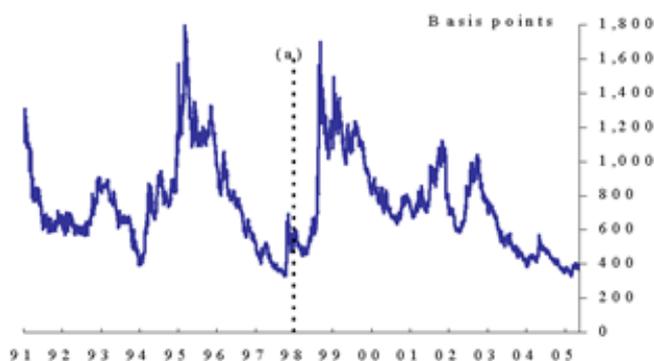
**Figure 2.8. High-Yield Corporate Bond Spreads**  
(In basis points)



Source: Merrill Lynch.

El costo de los que se llaman bonos basura en Europa y en EE.UU. ha caído al mismo ritmo que la caída del costo de capital para las empresas de primera línea. Ya vimos el tema de los países emergentes, el spread, el costo del precio de los bonos de los países emergentes.

## Riesgo País Países Emergentes



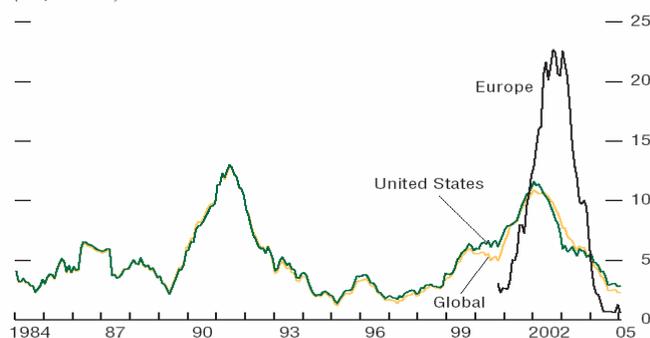
Hay una tendencia, digamos, hacia la toma de mayor riesgo. La cuestión es que si esto es una burbuja, eventualmente vamos a observar que esta toma de riesgo, que es parte de este paradigma, en realidad nos lleva a una situación que es insostenible y que por ser una burbuja tendrá que explotar en algún momento.

En definitiva, lo que acá planteamos solamente con un par de gráficos y sin entrar a demostrarlo, es que no es necesariamente una burbuja. Es decir la definición de burbuja es algo que crece y después explota. Si no explota, ya no es una burbuja. Pero lo cierto es que, mi punto, es que esta caída en los spread del costo de endeudamiento no refleja una burbuja. No es necesariamente una burbuja que refleja solamente la alta liquidez, sino que hay factores reales que explican esto también. Porque la incidencia del default en las empresas americanas y europeas ha caído, porque las economías emergentes han mejorado sus parámetros

macroeconómicos. Y esto lo podemos ver en el gráfico, por ejemplo, en el porcentaje de default de la deuda comercial de alto riesgo. Hay una caída estrepitosa en la cantidad de default.

### Porcentaje de defaults en la deuda comercial de alto riesgo

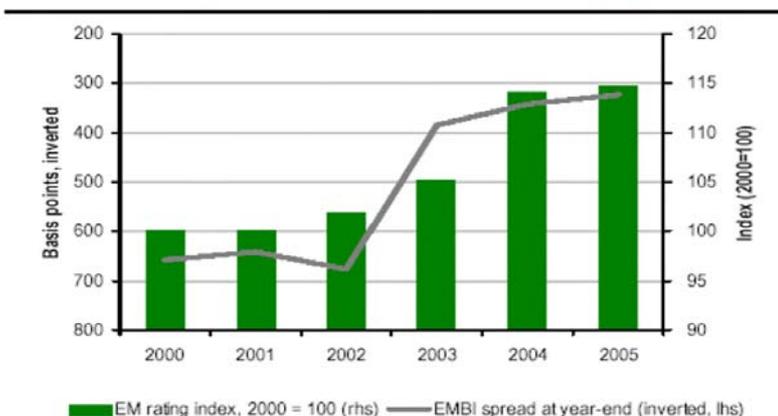
**Figure 2.9. Speculative Grade Corporate Default Rates**  
(In percent)



Si hay una caída estrepitosa en la cantidad de default es normal que baje el riesgo, que baje el costo del riesgo.

### Calificación Crediticia y Riesgo País (EMBI)

**Chart 15: EMBI spread has mirrored credit rating improvement**



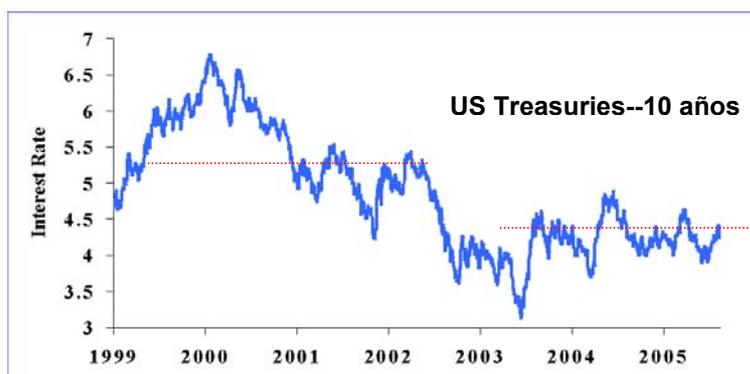
Y en los países emergentes -yo creo que este gráfico es interesante- la caída en el riesgo país, la caída en el spread, está casi perfectamente correlacionada con la mejora de calificación de riesgo. Claro, podemos discutir de aquí hasta la eternidad si la calificadora de riesgo hace bien su trabajo, si tiene sentido, o si lo hacen al revés, cuando ven que baja el riesgo bajan. Pero lo cierto es que hay una correlación entre la calificación crediticia y el costo. De todas formas lo que estoy tratando de decir es que no tenemos acá necesariamente una burbuja.

Entonces, estos son los factores de desequilibrio macroeconómico. Quiero analizar con más detalle, entonces, cuáles son las vulnerabilidades de este paradigma. Ya que, desde mi punto de vista, el mecanismo macroeconómico de desequilibrio que está por detrás no tiene el potencial de descarrilar el paradigma. Pero sí hay, definitivamente, riesgos importantes.

Definitivamente sí hay vulnerabilidades. Entonces lo que quiero analizar son las vulnerabilidades y los riesgos.

Yo uso para esto el acrónimo que creo que es muy útil. "Goat" es una cabra, y es una forma de recordar cuáles son los riesgos y vulnerabilidades del sistema. Bueno goat es Greenspan, la O es de oil, petróleo, la A es de Asia y la T es el terrorismo. Pero este es el Goat, el chivo que nos puede crear un problema con este paradigma. Ahora yo me di cuenta de que, en realidad, esto lo podemos traducir a Gato, porque nos da absolutamente el mismo acrónimo. De todas formas, cualquiera sea el que se use, vamos a ver cuáles son esos riesgos. El riesgo Greenspan, ya hoy se está festejando, o digamos se está conmemorando en Jackson Fall. Con el retiro de Greenspan en el mes de Enero, se está haciendo un balance de su gestión en los Bancos Centrales del mundo. Pero en principio a qué me refiero cuando digo Greenspan. Me refiero a la capacidad de la Reserva Federal de mantener estos balances, estos equilibrios. No es que pueda hacer algo mal sino la capacidad de que el Banco Central Americano no logre mantener este tipo de equilibrio. ¿Cuál es el tema central en esto? El comportamiento de la tasa de interés de largo plazo de los EE. UU. y el comportamiento del dólar que, a mi juicio, tiene que devaluarse. Pero ¿Qué es lo que vemos aquí? Lo que vemos aquí es que la tasa de largo plazo que se paga a bonos del tesoro a 10 años la han mantenido en alrededor del 4,10%, entre 3,98, digamos, 4 y 4,20, independientemente de lo que hace Greenspan.

### La pregunta central es el comportamiento de la tasa de interés de largo plazo y del Dólar



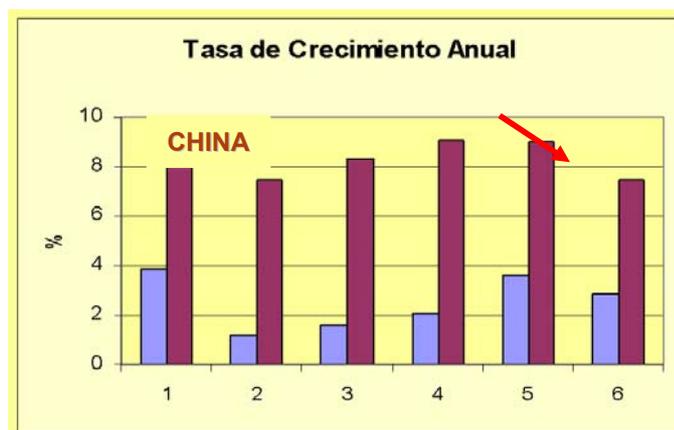
Independientemente de lo que hace la Reserva Federal. La Federal Reserve viene ajustando las condiciones de liquidez, viene reduciendo la liquidez del mundo, viene subiendo las tasas de corto plazo y la tasa de largo plazo se mantiene en ese nivel. Y Greenspan hizo en estos 18 años algo bastante extraño. Yo diría que a ningún presidente del banco central se le hubiera ocurrido hacer en ninguna parte del mundo y es pararse y decir "saben una cosa, señores, yo no entiendo lo que pasa. No sé lo que pasa. Yo estoy haciendo una cosa y sale otra". Le puso un nombre lindo dijo que era un conundrum, inexplicable. Pero bueno, a Greenspan nunca se le entiende bien lo que quiere decir y es una de sus grandes virtudes.

Bueno, hay cuatro posibilidades, según las distintas explicaciones que le dieron a Greenspan cuando dijo yo no entiendo. Una es la demanda de los bancos centrales, lo que hemos visto. La segunda es la de la acumulación del resto del mundo. La tercera, la fondos de pensión americanos que vienen aumentando, digamos, y por cuestiones regulatorias etc., pero vienen aumentando su demanda de los bonos de largo plazo. El tema es que puede haber, al contrario de lo que yo planteaba acá, una expectativa de recesión de largo plazo. Si hubiera recesión se esperaría que la Reserva Federal a largo plazo revierta su política de ajustar hacia arriba para

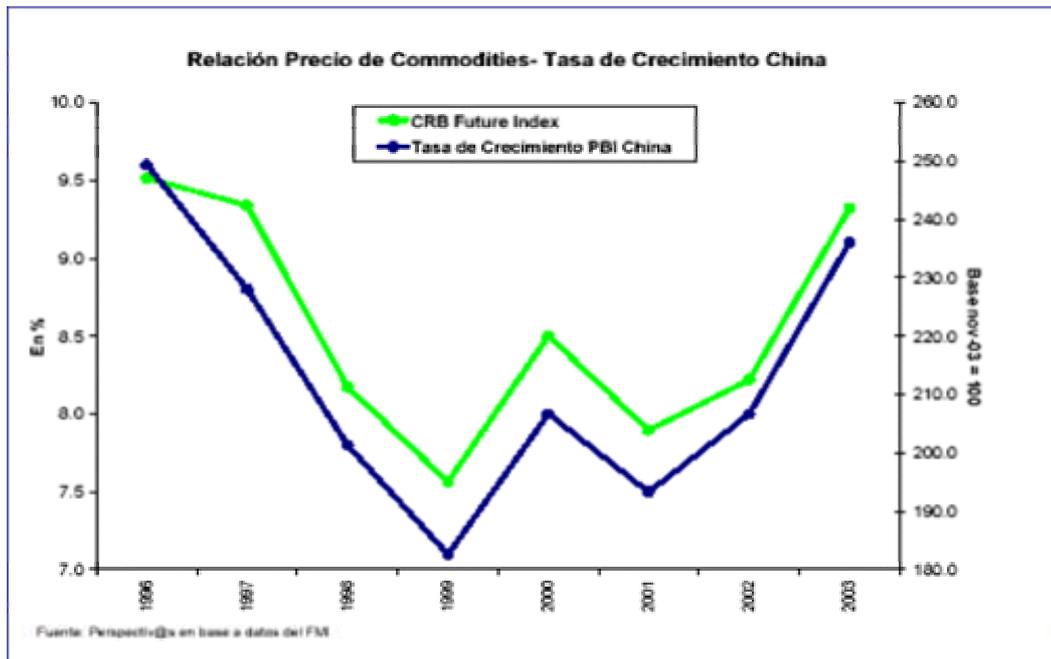
comenzar a bajar las tasas y eso es lo que haría que las tasas de largo plazo no suban. Y la cuarta explicación es que hay expectativas internacionales de inflación controlada y yo creo que es eso. Yo creo que realmente es la expectativa de inflación controlada, el nuevo paradigma al que me estaba refiriendo. Yo creo que es eso lo que explica que realmente la tasa de largo no suba. Pero hay un riesgo de que, evidentemente, pueda pasar algo en el sistema, se revierta la pendiente, para hacerlo más técnico, llegando a una curva que se revierta, las tasas de largo que sean más bajas que las de corto, lo cual crearía un problema de crédito de largo plazo etc. Pero en principio yo creo que el elemento es realmente, que la economía americana sigue funcionando de esta forma, con tasas largas muy bajas, por el tema de expectativas bajas de inflación.

El segundo punto del gato es la China, es Asia, y en ese tema ¿cuál es el problema? Ayer alguien me comentaba que se publicó en el diario la creación de una policía especial en la China para controlar a los piqueteros. Básicamente las protestas en zonas rurales. Pero yo sinceramente no creo que esto se vaya a trasladar a ninguna crisis de alguna magnitud. Al contrario, probablemente se tenga que acelerar el movimiento de las zonas rurales a las zonas urbanas lo que aumentaría la oferta de mano de obra y tiraría más hacia abajo los precios de los productos manufacturados. Yo no creo que esto sea un problema.

Yo no veo un escenario en el cual el riesgo China se caracterice por una caída en la economía China, por un desplome en la tasa de crecimiento. ¿Pero cuál es el riesgo que sí puede haber? Que haya una pequeña desaceleración, no una gran desaceleración. Una desaceleración de 9 a 7,5 % que es lo que tengo allí.



No es una gran desaceleración. Por lo tanto una caída en la tasa de crecimiento, en vez de crecer 9 crece 7,5%. Eso en un gráfico que correlaciona, por lo menos en el pasado, el precio de las commodities y la tasa de crecimiento, o sea, tenemos un nivel de precios correlacionado con la tasa de crecimiento de la China. Vemos que hay una correlación casi perfecta, es increíble como el precio de las commodities en niveles se correlaciona con la tasa de crecimiento de la China.

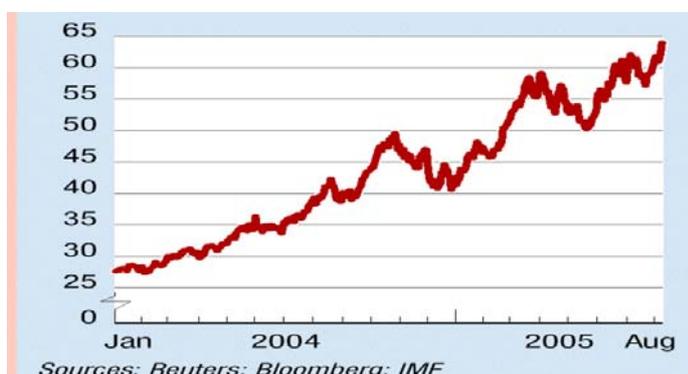


Quando correlacionamos una tasa de crecimiento con un nivel, una pequeña caída en la tasa de crecimiento puede hacer que tenga un efecto muy fuerte sobre el nivel, ese es el problema. El problema es que una desaceleración en la China de 9% a 7% puede hacer caer el precio de las commodities en magnitudes importantes, si creemos que lo que pasó se puede reproducir para el futuro.

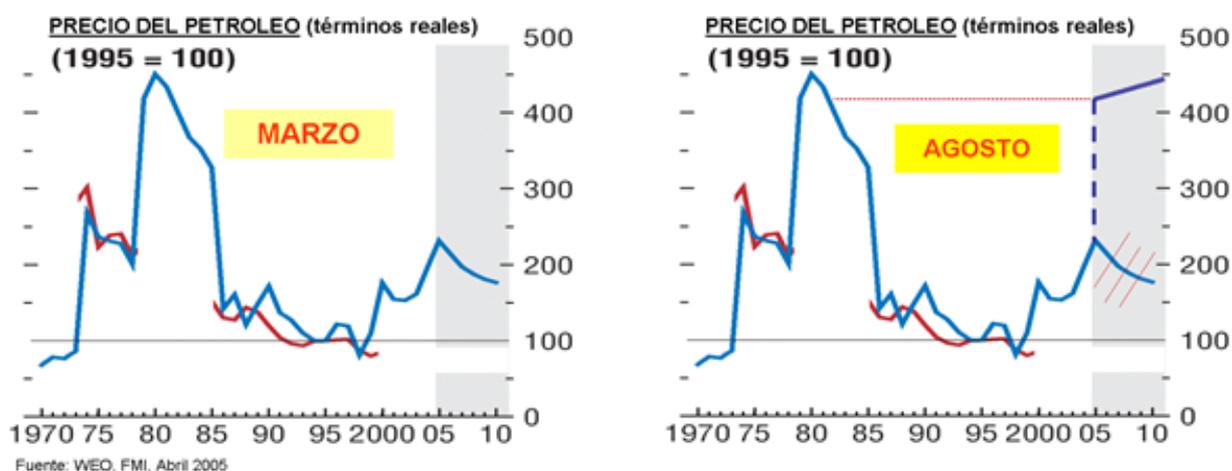
Eso está por verse pero ese sería el riesgo que tenemos acá, el riesgo chino.

El tercer riesgo del Gato, es el petróleo. Acá sí creo que tenemos que poner un signo de pregunta. El tema es que si el petróleo llega a niveles realmente exuberantes, probablemente puedan detener el crecimiento, causar más inflación y causar efectos que nos descarrilen todo este paradigma. Ahora ¿cuál es el precio al cuál esto pasaría? Esto es muy difícil de establecer. Yo mencionaba en otras reuniones que hay un estudio de Goldman Sachs que acaba de salir, en el cuál ellos contrataron a la consultora petrolera más importante del mundo, en este tema y la proyección que esta consultora les dio fue que hasta el fin de la década el precio del petróleo puede oscilar entre 40 y 100. Bueno, yo no sé realmente cuánto le pagaron al consultor pero realmente no es muy informativo. Alguien me decía, cuando yo dije que no es muy informativo: no, sí es muy informativo porque te dice que puede ser 100. No te da cero de información, te da alguna información que también posible dentro de este marco. El petróleo a 100 puede causar cierto problema.

### Precio del Petroleo (U\$\$ por barril)



Lo que hemos observado, y es muy importante tomar en cuenta, es que la gran subida del precio del petróleo de 40 dólares a 70 este año, no ha causado efectos negativos importantes de ningún tipo hasta ahora. Y la razón es, que el precio real de petróleo todavía no llegó a su pico del año '95. Lo interesante es, también, el cambio en las proyecciones. El FMI en Marzo tenía estas proyecciones del precio del petróleo. En términos reales, llegaría en el año 2005 a este pico y comenzaría a caer.



Esas fueron las proyecciones de Marzo. Las proyecciones de Agosto del FMI son que ya estamos casi al pico del precio real y que los próximos años llegaría nuevamente a esto. O sea, hay un cambio total en las proyecciones.

Eso quiere decir que en cuatro o cinco meses cambió la idea de que el precio del petróleo no se ajusta hacia abajo, de que en términos reales continúa subiendo y que estamos cerca del pico. Hay un peligro allí. Pero hay factores atenuantes.

El primero es que este shock es diferente a los anteriores por una razón fundamental, los shocks de petróleo anteriores fueron shocks de oferta. Se cortó la oferta. Cuando tenemos un corte de oferta lo que tenemos es la subida, el movimiento de la oferta hacia la izquierda, lo que nos da una subida de precios de inflación con recesión. Mientras que ahora lo que tenemos,

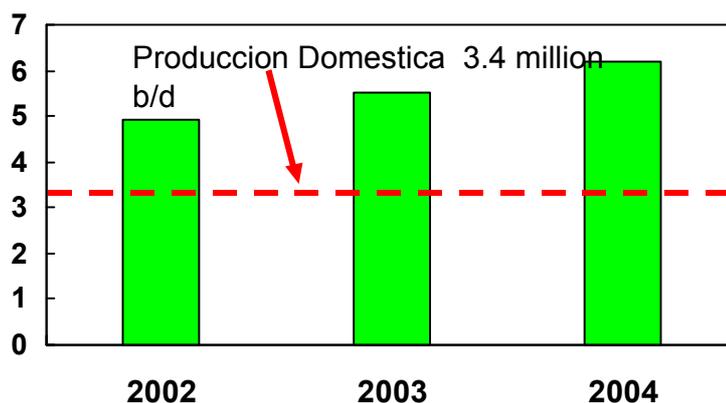
claramente, es un aumento en la demanda. Entonces este aumento en la demanda lo que nos causa es un precio más alto pero con mayor actividad. Entonces ese es el primer elemento.

El segundo elemento muy importante es que desde el primer shock petrolero se ha ahorrado. Cambios tecnológicos han permitido ahorrar insumos de petróleo por cada unidad de producto. Prácticamente la mitad. La eficiencia de la utilización de petróleo se ha duplicado prácticamente. Esto significa que para producir lo mismo necesitamos la mitad de petróleo. Por lo cuál tiene una incidencia sobre los precios mucho menor.

El otro elemento es el elemento del reciclaje está funcionando bien. Los petrodólares que se están acumulando ahora realmente están volviendo todos al sistema financiero, por lo menos en algo consistente con la situación que tenemos hasta ahora. Está volviendo a ayudar el reciclaje del ahorro del mundo hacia los EE.UU. Porque el 80% de los petrodólares ahora se acumulan en bonos del tesoro americano. Y bueno, lo que reflexionaba es que el shock es de demanda y no de oferta. Lo que vemos que desde el año 2003, en dos años, la demanda sube 250% más rápido que en la década anterior. Y uno de los efectos es China, para que veamos que todo se conecta. Acá vemos que la producción de China es más o menos fija y vemos como año a año, el exceso de demanda de China es de no creer.

### China: Demanda por Petróleo (En millones b/d)

Bueno estos son los elementos. Del terrorismo no tengo mucho para decir. El terrorismo puede



ser cualquier cosa. Es decir, obviamente que en los últimos dos meses en Londres el tema del terrorismo aumentó su importancia dentro del Gato. Pero qué podemos decir: es un imponderable, puede ser cualquier cosa.

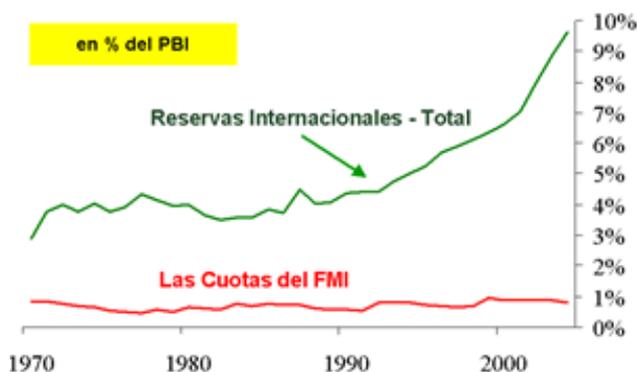
Esa es la suma de los riesgos. Si yo tuviera que hacer una evaluación, obviamente, no necesariamente total y absolutamente concreta pero general, yo diría que para que estos riesgos nos descarrilen el paradigma que yo he tratado de plantear, tendría que haber una especie de tormenta perfecta. O sea, tendría que pasar todo. Tendríamos que tener un problema terrorista que nos cause un aumento en el precio del petróleo, que nos descarrila el crecimiento en los países de Asia, que suba las tasas de interés en los EE.UU., que desmorone el dólar, que tengamos problemas en el sector inmobiliario. Es decir, tendría que haber muchas cosas pasando juntas, que yo no las veo pasando juntas. En ese sentido soy optimista si se quiere. En el sentido, insisto, de que el paradigma que estoy planteando es sostenible, por lo menos por una década. Y bueno, eso plantea oportunidades y plantea riesgos que la Argentina necesita analizar y ver en qué medida continúa esta circunstancia que es toda favorable. Todas

son variables favorables para la Argentina. Hay que ver en qué medida esto se puede aprovechar en el más largo plazo para realmente tener una visión estratégica que permita insertarse en ese paradigma. Lo que quiero decir, en otras palabras, es que aunque no se haga nada de nada, acá no va a haber una crisis porque el sistema internacional está ayudando en forma permanente. No es que va a pasar cuando termine el ciclo, no va a terminar desde mi punto de vista. Pero el problema es el rezago, el problema es que el resto de los países pueden aprovechar estas oportunidades de una forma mucho más activa. En un rezago tenemos problemas, porque obviamente Argentina necesita resolver sus problemas sociales. Las variables sociales de desempleo, y de pobreza, etc. no han mejorado a los mismos valores que lo macroeconómico. Para eso se necesita un crecimiento mucho más acelerado que el crecimiento promedio del mundo. Lo que les estoy tratando de decir es que por eso es importante tomar en cuenta cuáles son las condiciones de este paradigma.

Quiero terminar con dos cosas cortitas. Una es el tema del neo proteccionismo. En dos palabras, este es otro riesgo, es un riesgo adicional. El riesgo es que esta transferencia del efecto de mano de obra barata al resto del mundo desde la China tiene efectos redistributivos, efectos sobre la ocupación, y sobre los niveles de ingreso en todo el mundo. Eso obviamente lo que crea es una presión importante sobre Europa y sobre EE.UU., políticamente, de limitar el ingreso de bienes de China y otros países. Y esto tiene problemas porque el comercio mundial ha crecido mucho más rápido que el producto. Entonces el producto industrial del mundo en los últimos 50 años aumentó 10 veces y el comercio aumentó 43 veces. Lo mismo con respecto a la inversión extranjera. En los últimos 10 años la inversión extranjera se duplicó. O sea, la integración es uno de los motores que está por detrás de esto. Pero el riesgo es que esta irrupción de China cause una potencial reversión en esta globalización, o sea, que cree realmente presiones neo proteccionistas importantes que se sumen a las que ya existen. En Europa con el tema agrícola, en EE.UU. con el tema agrícola y otro tipo de productos también. Y eso lo estamos viendo claramente. El Financial Times del miércoles tiene toda una página dedicada al tema de los productos textiles que están trancados en las aduanas europeas porque han excedido la cuota. Y cuando se empieza a mirar qué tipo de cuota se ha excedido, se ha excedido en tipo de las camisetas color amarillo. Esto no es un chiste, es en serio, decía camisetas color amarillo. Es un tema para conversar. Pero de todas formas el punto es que este neo proteccionismo tiene casi características mercantilistas porque son cuotas casi con nombre y apellido. Y en los EE.UU. la presión sobre China para reevaluar su moneda está avalada por el otro lado, con una amenaza de cerrar sus exportaciones. Entonces yo creo que el desafío es aprovechar los beneficios del paradigma pero tratar de limitar, por supuesto, la erosión a las ganancias de la globalización.

Y finalmente quiero mostrarles un gráfico.

### El Eclipse Cuantitativo del FMI Reservas Internacionales y Cuotas



**ESTA INFORMACIÓN ES CONFIDENCIAL Y DE USO RESTRINGIDO.  
NO PUEDE NI REPRODUCIRSE NI CITARSE SIN PREVIA AUTORIZACIÓN DE LA FUNDACIÓN  
PENT.**

No voy a hablar sobre la obsolescencia del Fondo porque es un tema largo. Pero les quiero mostrar un solo gráfico para darles una idea de lo que yo llamo el eclipse cuantitativo del Fondo, o la obsolescencia del Fondo. Pero es mucho más largo el tema. El único punto que quiero mencionar en esto es que creo que es interesante e importante mirar la relación entre los recursos propios de los países de hoy en día y de lo que el Fondo puede suministrar desde el punto de vista financiero. Hacia el año 1970, o sea, 30 o 35 años atrás, los recursos propios, las reservas internacionales del sistema eran alrededor de tres veces más grandes que las cuotas del Fondo, que es a lo que un país puede tener acceso. Hoy en día son 10 veces más altas. Es decir, las reservas internacionales son alrededor del 10% del producto, las cuotas del Fondo no llegan al 1%. Eso significa que el Fondo, cuantitativamente, no tiene y no puede tener una importancia grande. El rol del Fondo de atraer otros capitales -y creo que la experiencia Argentina también lo muestra- no es necesariamente real y en este momento, en la práctica, los países que están atrayendo mayor cantidad de capital, o que están, endeudándose en condiciones muy favorables no tienen acuerdo con el Fondo como por ejemplo Rusia o Venezuela. Y tendrán sus propios riesgos.

De modo que lo que yo creo es que el Fondo en este momento no juega una función financiera importante para nada. En realidad yo creo que está dejando de generar funciones en ningún otro ámbito, pero creo que es interesante ver cómo, en este contexto del paradigma, institucionalmente hay un eclipse de la importancia de esta institución.

Muchas gracias.

## **Pregunta**

La cuestión de que alguien pudiera decir que en realidad ese flujo de fondos que va hacia EE.UU. se mantiene allí a tasas tan bajas porque los saltos de productividad que uno encontró en EE.UU. no se están dando en Europa a ese nivel. Es decir que no hay una demanda de fondos que haga subir la tasa de interés de largo plazo por parte de los países europeos. Y esto se puede traducir en el caso europeo en disparidades internas fuertes entre algunos países. Lo más llamativo es, o por lo menos lo que captó la opinión pública es el caso italiano es la idea de algunos de volver a la lira como moneda nacional, con los problemas que traen cosas de ese tipo. Me gustaría que usted nos diera su opinión sobre este tema de las disparidades dentro de Europa y del rol que juegan en los grupos internacionales.

## **Respuesta del Dr. Mario I Blejer**

El punto fundamental que ha hecho es el tema de que en realidad, hay cierto nivel de heterogeneidad. Es difícil hablar en términos totales y generales. Tal vez hay un poquito más de homogeneidad dentro de la zona del euro, en el resto de Europa menos. El Reino Unido tiene unas características muy diferentes al resto de Europa. Está creciendo a niveles diferentes, tiene las ganancias de productividad que son bastante cercanas a las de los EE.UU. y tiene una política monetaria independiente. Es diferente. Dentro de la zona del euro, básicamente el problema fundamental es el poco dinamismo del mercado laboral. O sea, las tasas muy altas de desempleo. Por lo tanto la tasa de crecimiento muy esclerótica, muy baja. Yo creo que esto no se debe solamente a las brechas de productividad. Yo creo que se debe muchísimo a la inflexibilidad de los mercados del resto de Europa. Entonces, el Reino Unido tiene una mucho mayor flexibilidad, no al nivel americano, pero muchísima mayor flexibilidad que el resto de Europa y se nota esto en el comportamiento de distintas variables. Las tasas de desempleo son mucho más bajas, la elasticidad empleo/producto es mucho más alta. Es decir, en términos de flexibilidad yo creo que hay un problema político, no es un problema económico. A mí me queda totalmente claro que una reforma del sistema de seguridad social y una reforma del sistema laboral en Francia, Alemania, y en Italia aunque tal vez un poco menos, dinamizaría la economía pero es muy difícil que eso se pueda obtener. Y eso tiene poco que ver con la noción de integración y mucho que ver con las políticas internas. Ahora, desde el punto de vista monetario, el tema que vos mencionás, el tema de Italia, es interesante que en realidad cuando se creó el euro se hablaba que el problema era una sola tasa de interés. Una tasa de interés única, dada las circunstancias cíclicas de los distintos países no sería apropiada, o podía no ser apropiada. En la práctica lo que resultó es que no es que no sea apropiada. No está dando el incentivo justo pero tampoco está creando problemas. El problema fundamental es que la tasa de cambio es única. El hecho que la tasa de cambio única está en desequilibrio con algunos países y está en equilibrio para otros. Y entonces el problema no es el que se planteó originalmente, el problema del costo del crédito. Porque para Italia la entrada en el euro lo que le significó fue una caída en 4 puntos del costo de capital, es decir las tasas de interés bajaron un 4%. Una salida del euro le costaría inmediatamente ese 4 o 5%. Por lo tanto la tasa de interés no es lo que ha afectado a la economía italiana, lo que la ha afectado, probablemente, es la tasa de cambio. Y eso no tiene solución. O hay una moneda única o no hay una moneda única. En las tasas de interés se podría buscar una vuelta. Pero a la tasa de cambio no. Entonces, allí hay dos alternativas, o el proceso de cambio estructural se adapta a las necesidades de la región, o vamos a tener países que van a avanzar más rápido y otros que van a avanzar más despacio y va a crear tensiones que van a ser insostenibles al proyecto del euro. Pero no hay una solución intervencionista. La tasa de cambio, si la moneda es única, es la única tasa de cambio. Y eso es lo que está causando el mayor problema. Yo no veo, digamos, en este momento ninguna tendencia muy fuerte hacia la disolución. Lo que sí se ve es una recuperación en el crecimiento en Europa. En forma lenta. Pero por ejemplo Alemania viene

demostrando una recuperación importante. Hay indicadores de confianza que indican el cambio de la producción, de endeudamiento, de consumo, etc. Entonces yo creo que probablemente este crecimiento acelerado en todo el mundo va a terminar arrastrando a Europa también. No a cada uno de los países pero en general.

### **Pregunta**

¿Puede ser que el resto del mundo le imponga, o fuerce a China realinear las monedas mucho más rápido? Esto tendría un efecto mucho más importante respecto al crecimiento de las economías, esencialmente de EE. UU. y su área de influencia.

### **Respuesta del Dr. Mario i. Blejer**

Ese es un riesgo que yo menciono. Ahora vos me estás preguntando si es más alta la probabilidad de que eso pase o que el realineamiento sea ordenado y sea un “soft landing”. Yo decía, siempre es muy difícil, la Biblia dice que siempre es muy difícil saber quién es un profeta. Y Moisés en la Biblia dijo que la única forma de saber quien es un profeta es esperar y ver. No sé, yo lo que creo es que el potencial es por un realineamiento ordenado. Por varias razones. Primero porque un realineamiento desordenado no le convendría a nadie. De forma de que se puede ganar, ese es el riesgo Greenspan que yo mencionaba. Pero no sería un equilibrio político para nadie. Segundo es que hay factores políticos que están por detrás de este pseudo equilibrio en el desequilibrio. Por ejemplo. Los japoneses te dicen abiertamente, por una pregunta que les hice, Ustedes tienen 1.2 trillones de dólares en reserva, la mayoría en dólares, si hay una devaluación del dólar van a perder. Entonces la respuesta es, sí, pero los EE.UU. es nuestro socio político estratégico y eso es así. Allí terminó la respuesta. Entonces, lo mismo con los petrodólares en este momento, están reuniendo todos en EE. UU. Entonces, hay factores políticos. Si esos factores políticos se dan vuelta yo no los puedo ver. O sea, dándoles probabilidad, yo le doy más probabilidad a que la China juegue por las reglas pero muy despacio y a su ritmo y no permita una apreciación muy alta que le cree problemas en su balanza de pagos, ya que este tipo, el tema de las cuotas, que es la presión que vos estás mencionando. Pero yo creo que este tema de las cuotas se va a resolver políticamente a niveles de discusiones de comercio. Yo no creo que tenga el potencial de descarrilar el tema. Pero es un tema abierto a la discusión. Yo lo planteo como un riesgo importante.

### **Pregunta**

¿Por qué la necesidad de realinear las tasas de cambio? ¿Cuáles son las implicancias para la Argentina?

### **Respuesta Dr. Mario I Blejer**

Me parece que si la tasa de inflación en el mundo es entre 2 y 4, me parece que el 12% es alto, eso es lo que dije. O sea, 12% no será alta inflación en la historia argentina, pero si en el equilibrio mundial está entre 2 y 4 significa que habrá necesidad de realinear las tasas de cambio, en potencial eventualmente de crear ciertos problemas. Pero creo el tema de cuáles son las implicaciones para la Argentina es la parte más importante. Bueno una implicancia importante para la Argentina, obviamente es que cualquier estrategia no puede basarse en tratar de competir en aquellos productos que son intensivos en mano de obra barata. Porque si tratamos de competir en sectores donde la ventaja comparativa se vaya en mano de obra barata, estamos muertos. No hay forma en este esquema en el cual la mano de obra mundial

viene creciendo a estos niveles. Yo no veo ninguna posibilidad. Creo que eso significa que la estrategia tiene que ser potenciar la cadena de valor de aquellos sectores donde la Argentina tiene ventajas comparativas en este paradigma, que son obviamente los sectores, primero, de alto contenido de commodities y energía, y por otro lado aquellos sectores donde uno puede competir con mano de obra más calificada y niveles más altos de salarios, como por ejemplo el sector de servicios. Con salarios de equilibrio más alto uno todavía puede ser competitivo. Y esos son sectores de servicios por ejemplo, servicios calificados, donde yo creo que la Argentina tiene o puede tener potencial de poner ventajas comparativas importantes. Pero es una estrategia de más largo plazo si esto es sostenible. Si esto no es sostenible hay que ocuparse de otras cosas. Pero si este es un paradigma sostenible, creo que lo que nos indica es que hay tiempo, pero que ese tiempo hay que utilizarlo, precisamente, para desarrollar ese tipo de estrategia. Pero mucho más de eso yo no puedo decir. Creo que hay que estudiar sector por sector, para juzgar bien las implicaciones para cada uno de los sectores.

### **Pregunta**

Yo quería hacer una pregunta sobre la sustentabilidad del paradigma, porque en la foto rápida del mundo de hoy está todo el mundo prestándole a EE. UU. Y todo el mundo haciendo la cuenta si EE.UU. puede pagar en el futuro, desde a sus jubilados hasta lo que el gobierno está diciendo que va a pagar. Y todo el mundo está tranquilo si el régimen de EE.UU. coincide con una explosión de inversión que no puede ser sostenida por el lado doméstico y necesita oro del resto del mundo. Yo no lo veo, entonces, digamos, este desequilibrio tan fuerte. Es cierto, está bien. Hay aumento de productividad pero también es cierto que la tasa de ahorro es un chiste. Entonces ¿en qué sentido es sostenible? La segunda cuestión es si uno puede decir que es el socio estratégico del otro, pero el sector privado compra los bonos que van a subir de precio y vende los bonos que piensa que van a bajar de precio. Y todas las crisis mundiales aparecen con fallas de coordinación que la política no puede manejar. Entonces si usted dice que no importa que Japón tenga tanto dólar americano porque EE.UU. es su socio estratégico como que deja el problema acá.

### **Respuesta Dr. Mario I Blejer**

Esto último que yo mencionaba eran las reservas, la composición de las reservas. Porque uno de los factores de los que se habla, que se menciona como una posibilidad de un cambio muy rápido en el sistema que pueda causar una crisis es que los países de Asia y algunos países árabes exportadores de petróleo decidan de un día para el otro cambiar la composición de sus reservas. Y allí yo decía es posible, pero en la práctica, lo que nosotros escuchamos es que los países, los bancos centrales dicen esto no va a pasar porque políticamente no lo vamos a hacer. No el sector privado hablaba de las reservas.

### **Pregunta**

Otra pregunta que quería hacer es: En todos los papers que he visto que hablan de la relación yen/dólar, en muchos de ellos dice que es un random walk y vos pusiste una tendencia suave, si es un random walk es diferente a la tendencia que vos pusiste. No sé qué uno debería aceptar porque en realidad son todos shocks aleatorios que es lo que estoy viendo, en la tendencia que vos marcaste no significa nada.

### **Respuesta del Dr. Mario I Blejer**

Este gráfico no es mío, este gráfico lo saqué de un paper, que trata de probar que no es un random walk sino que le podés poner una función exponencial de este estilo. Ese es el paper, digamos, trata exactamente de probar que no es un random walk.

### **Pregunta**

¿Y qué pasa si es un random walk?

### **Respuesta del Dr. Mario I Blejer**

Si es un random walk puede pasar cualquier cosa, pero en este, en 35 años te da un feed, te da una buena estimación de una curva exponencial. Ese es el paper que trata de probar ese punto.

No he contestado a la pregunta principal. El tema principal de la pregunta anterior, realmente, es el tema de la sostenibilidad de la economía americana. Yo lo que estoy planteando acá no es que esta es una situación que es sostenible en el largo plazo tal cual como está. Lo que yo estoy planteando acá es que tiene que haber un ajuste de alrededor de la mitad y de que ese ajuste puede darse de forma ordenada. Eso es lo que estoy planteando. No estoy planteando que esto ad aeternum puede continuar con una transferencia de esta magnitud particularmente cuando las tasas de inflación son altas en EE. UU. Pero no suficientes como para explicar la transferencia del ahorro. La transparencia acá decía eso, que los EE. UU. podían sostener fácilmente un 3% de déficit de largo plazo, digamos, siempre, pero no un 6. Y que el ajuste del 6 al 3 se puede dar de forma ordenada. Eso es lo que yo estoy planteando. Se lo puede plantear, un poco lo que dijeron antes, que a lo mejor el ajuste, el realineamiento de la moneda es de repente por algún factor externo, la tasa de interés de largo plazo colapsa y hay el mercado inmobiliario en los EE. UU. Pueden pasar esas cosas, lo que yo estoy planteando es que la probabilidad es alta de que el ajuste sea ordenado. Pero no de que esta situación pueda mantenerse por siempre. Y en general lo especificué cuando hable del tema este que es un déficit de ahorro ante el resto del mundo, no es cierto.

### **Pregunta**

Dentro de las vulnerabilidades que marcó ¿qué peso le da a la burbuja inmobiliaria de EE. UU. y Europa?

### **Respuesta del Dr. Mario I Blejer**

Mire la burbuja inmobiliaria en Europa está bastante restringida a España e Irlanda. En el Reino Unido está contenido, yo diría que se ha logrado evitar que siga subiendo el precio, empieza a caer en forma bastante pausada. El problema realmente es cuantitativamente en EE. UU. Yo pienso que para entender el tema este de los EE. UU. hace falta entender la cuestión regional. No es algo tan global. Hay regiones donde hay definitivamente problemas especulativos, y hay otras regiones donde hay movimientos de población importantes por lo que hay que distinguirlos. Lo que quiero decir con esto es que baja el problema a la mitad. Pero esa mitad también puede ser importante. Si nosotros vemos los números que se utilizan generalmente para poder estimar la probabilidad de un colapso, porque si hay un colapso, una caída de los precios relativos de las propiedades no pasa nada, lo que va a haber es una caída en el consumo americano que va a servir para ajustar este sistema. En realidad sería beneficioso. El problema es si tenemos una caída muy rápida del precio de las propiedades americanas que te cause problemas bancarios. Te destruye las garantías, los colaterales, te hace subir las tasas de interés, te crea crisis bancarias o crisis financieras. Pero la probabilidad que eso pase, o

digamos, los estimados que necesitas para eso, van a tener que ver con cuáles son las relaciones del ingreso y del costo de servir la deuda, cuál es la relación entre el precio de las hipotecas y el precio de las propiedades. Y esos ratios, esos cocientes, son bastante positivos todavía en EE. UU. O sea, en Inglaterra nosotros teníamos en el banco los números el año pasado, porque teníamos números en los cuales una caída del 5 % del precio de las propiedades te dejaban, básicamente, descubiertos a los bancos. O sea las garantías, o los colaterales colapsaban por debajo del precio de las hipotecas y te quedaba el descubierto. EE. UU. está alrededor del 50%, mucho más bajo. O sea, yo no creo en el potencial de una caída en el precio de las propiedades, lo que creo que las consecuencias de eso en EE. UU. serían mucho menos serias de las que se plantean ahora. Tendría consecuencia sobre el nivel de actividad probablemente, y consecuencias sobre el nivel de consumo y ahorro. Pero eso a mi juicio es equilibrante, no desequilibrante.

### **Pregunta**

¿Puede clarificar el tema de la revaluación del Euro y su implicancia sobre la competitividad?

Yo creo que tiene que haber una devaluación del dólar con respecto a una canasta de monedas en términos reales de efectivo, etc. Eso no significa que el euro se tenga que revaluar con respecto a todas las monedas del mundo. Significa que se tiene que revaluar con respecto al dólar. Eso no significa que se revalúa el euro con respecto a las monedas asiáticas o a otras monedas como la australiana o la canadiense, etc. Yo lo que veo es una devaluación promedio del dólar con respecto a una canasta de monedas. Qué pasaría con el euro, el euro se revaluaría con respecto al dólar pero no necesariamente con respecto al resto de las monedas. O sea, hay tasas de cambio multilaterales. El tema que están planteando las pymes, depende de la competitividad en otros mercados. No solamente con los EE: UU. Yo creo que una devaluación del dólar es una devaluación generalizada, entonces no necesita una revaluación del euro con respecto al resto de las monedas.

Creo que tiene que seguir, eso es lo que estoy diciendo, tiene que haber otro 10, 15% de devaluación.

### **Pregunta**

Con este paradigma hay retenciones para rato, ¿no?

Realmente no quería entrar en esto pero el tema acá es que obviamente lo que es necesario es tener una estrategia que permita mantener la tasa de crecimiento mayor a la tasa mundial por largo plazo, o por un período largo, para poder resolver, evidentemente, los problemas que han quedado. Para eso, hace falta desarrollar factores dinámicos adicionales y eso es lo que yo estoy planteando. Ahora, el tema de las retenciones o no, se puede discutir. Acá hay retenciones de muchos tipos. Hay retenciones en productos primarios; hubo en un impuesto a las rentas, básicamente cobrado de otra forma; y hay retenciones a productos industriales, etc. Esto no tiene ningún sentido en este contexto. Pero en el contexto de precios altos de las commodities yo no veo ninguna razón por la cual el gobierno no pueda utilizar este mecanismo para cobrar un impuesto sobre estas rentas que vienen de estos factores externos siempre que los use, eventualmente, para disminuir las cargas impositivas sobre el resto de los sectores que hay que desarrollar. Yo no veo problemas, sinceramente, con el tema de las retenciones a los productos primarios. El tema de la energía es el problema de la explotación, pero conceptualmente a mí no me molesta. Me molesta probablemente si se usan retenciones para dar premios y castigos, y me molesta el tema de la utilización del impuesto a la exportación sobre sectores donde definitivamente no hay ventaja comparativa. Eso sí.

**■ PUBLICACIONES**

[Las publicaciones completas pueden obtenerse en <http://www.pentfundacion.org>]

**DOCUMENTOS DE TRABAJO**

- 2005-007      **Encuentros y desencuentros de dos primos lejanos: Un ensayo de historia económica comparada de Argentina y Australia.**  
| Gerchunoff, Pablo y Pajgelbaum, Pablo.
- 2005-006      **Capacidades estatales y relaciones intergubernamentales: Una aproximación al tránsito hacia una nueva institucionalidad pública en la Argentina.**  
| Repetto, Fabián y Nejamkis, Facundo.
- 2005-005      **Reassessing the political economy of structural reforms: New lessons from the Argentine experience.**  
| Acuña, Carlos; Galiani, Sebastián y Tommasi, Mariano.
- 2005-004      **La nueva política de partidos en la Argentina: Crisis política, realineamientos partidarios y reforma electoral.**  
| Calvo, Ernesto y Escolar, Marcelo.
- 2005-003      **Entre Democracia, Política y Justicia: Un análisis político institucional de la Suprema Corte de Justicia de la Provincia de Buenos Aires.**  
| Herrero, Alvaro.
- 2005-002      **Federalismo y Políticas Sociales. Una aproximación desde la experiencia de los Consejos Federales en las áreas de Educación y Salud.**  
| Potenza Dal Masetto, M. Fernanda.
- 2005-001      **La ronda de desarrollo de Doha ¿Esperanza o frustración?**  
| Guadagni, Alieto Aldo
- 2004-004      **China: el Despertar del Gigante. ¿Una oportunidad para la Argentina?.**  
| Guadagni, Alieto Aldo.
- 2004-003      **Desarrollo Financiero, Volatilidad e Instituciones. Reflexiones sobre la experiencia Argentina.**  
| Fanelli, José María.
- 2004-002      **Retórica Política y Política Económica: La Administración de Kirchner.**  
| Gerchunoff, Pablo y Aguirre, Horacio.
- 2004-001      **Apuntes para la Definición de una Estrategia de Inserción Internacional para la Argentina.**  
| Kacef, Osvaldo.
- 2003-005      **Desempeño de Indicadores Socioeconómicos Seleccionados en Argentina, 1980-200. Evaluación Nacional y Contexto Internacional.**  
| Aguirre, Horacio; Calderón, Manuel y Wlasiuk, Juan Marcos.
- 2003-004      **De lo obvio y lo oculto en las elecciones presidenciales 2003: Transversalidad, realineamiento partidario y volatilidad electoral en la Argentina.**  
| Escolar, Marcelo y Calvo, Ernesto.

- 2003-003 **Ved en Trono a la Noble Igualdad. Crecimiento, equidad y política económica en Argentina. 1880-2003.**  
| Gerchunoff, Pablo y Llach, Lucas.
- 2003-002 **Passing the Buck: Monetary and Fiscal policies.**  
| della Paolera, Gerardo; Irigoin María Alejandra y Bózzoli, Carlos.
- 2003-001 **Gaicho Banking Redux.**  
| della Paolera, Gerardo y Taylor, Alan M.
- 2002-008 **O Sistema Político Brasileiro e as Eleições de 2002.**  
| Nicolau, Jairo Cesar Marconi.
- 2002-007 **Estrutura Social e Mobilidade: Novas Configurações.**  
| Scalon, Maria Celi.
- 2002-006 **O Estado e o Setor Privado no Cénario Pós-Reformas: Novas Modalidades de Regulação.**  
| Boschi, Renato Raul.
- 2002-005 **A Matriz Institucional Brasileira e a Dimensão da Governabilidade.**  
| Anastasia, Maria de Fátima Junho.
- 2002-004 **US. Foreign Policy since September 11th. and its Impact on Latin America.**  
| Kaufman Purcell, Susan.
- 2002-003 **Globalización, Violencia Violenta y Violencia Económica.**  
| Joxe, Alain.
- 2002-002 **Seguridad Internacional: Europa, Latinoamérica y el Nuevo Papel de las Fuerzas Armadas.**  
| Serra, Narcis.
- 2002-001 **Internal Versus External Convertibility and Emerging-Market Crises: Lessons from Argentine History.**  
| della Paolera, Gerardo y Taylor, Alan M.

**SERIE APORTES**

[La serie Aportes sólo se encuentra disponible en formato impreso]

- AP Nº7 **Reforma del Federalismo Fiscal ¿ni se puede ni se debe?**  
| Fernando G. Núñez Mietz
- AP Nº6 **Evolución del salto en las exportaciones argentinas.**  
| Roitman, Alexis.
- AP Nº5 **Elecciones legislativas 2005: ¿Se consolida un nuevo justicialismo?**  
| Fernando G. Núñez Mietz e Ivanna V. Travaini.
- AP Nº 4 **Capacidades estatales y relaciones intergubernamentales. El desafío de fortalecer la institucionalidad federal argentina.**  
| Reppeto, Fabián y Nejamkis, Facundo.
- AP Nº3 **Preparativos de la 4º Cumbre, Lemas Propuestos e Interrogantes.**  
| Brandi, Juan Pedro.

## **PENT**



AP Nº2

**Educación y Salud en la Argentina de hoy: ¿qué hacer?**  
| Potenza Dal Masetto, María Fernanda.

AP Nº1

**Reforma Electoral y Calidad de la Representación.**  
| Calvo, Ernesto y Escolar, Marcelo.

### **SERIE PUENTES PENT**

[La serie Puentes PENT sólo se encuentra disponible en formato impreso]

PN Nº1

**El futuro de América Latina: Las prioridades geopolíticas de los Estados Unidos y la Unión Europea.**  
| Bulmer-Thomas, Víctor y Maira Aguirre, Luis.

### **LIBROS**

[Los libros sólo se encuentran disponibles en formato impreso]

**La nueva política de Partidos en la Argentina. Crisis política, realineamientos partidarios y reforma electoral.**  
| Calvo, Ernesto y Escolar, Marcelo. Agosto, Editorial Prometeo, Buenos Aires, 2005.