

**UNIVERSIDAD AMERICANA**

**Crisis Financiera Global: ¿Más Cerca del  
Final que del Principio?”**


Prof. Dr. Ricardo Pascale

Asunción, Paraguay  
Octubre de 2008

Nota: Estas notas son para utilizarse como una guía para una exposición oral, no son, por tanto, un registro completo de la discusión.

# [ Agenda ]

- I. Evolución reciente de la crisis de los mercados financieros. Medidas adoptadas para contenerlos.
- II. Impactos previsibles sobre la economía mundial y los mercados de capitales.
- III. ¿Están la región y Uruguay preparados para el nuevo escenario económico y financiero internacional?
- IV. Resumen y Conclusiones.



**Módulo I**  
**Evolución Reciente de la Crisis en los Mercados Financieros.**  
**Medidas Adoptadas para las Autoridades para Contenerla.**

Prof. Dr. Ricardo Pascale

Nota: Estas notas son para utilizarse como una guía para una exposición oral, no son, por tanto, un registro completo de la discusión.

# **Temas a Tratar**

- **- Los Acontecimientos del Mes de Setiembre.**
- **- Medidas Adoptadas por las Autoridades para Enfrentar la Crisis y sus Consecuencias.**
- **- Primeras Conclusiones.**

# Los Acontecimientos del Mes de Setiembre

Desde mediados del mes de setiembre, la crisis de los mercados financieros internacionales ha ido ganando en intensidad, alcanzando un “climax” en la semana del 10/10/08, donde las principales bolsas de valores del mundo experimentaron las mayores las mayores caídas de su historia, y donde los spread de riesgo en el mercado interbancario terminaron en niveles record.

Los principales acontecimientos ocurridos a nivel de los mercados financieros en estas últimas semanas han sido los siguientes:

- i. El lunes 8 de setiembre, el Tesoro de EE.UU. decide intervenir finalmente las agencias federales Fannie Mae y Freddie Mac, que venían con muchas problemas y con sospecha de ser insolventes desde mediados del mes de julio. Se anunció la inyección de US\$ 200 BB de fondos en ambas compañías a través de la compra de acciones preferidas, el reemplazo de la plana gerencial de las empresas y su inclusión en un esquema de “conservadorship”. Al colapsar los precios de las acciones preferidas de ambas compañías, se exacerbaron los temores respecto a la solvencia general del sistema financiero, ya que estos títulos formaban parte del capital de muchas instituciones.

# Los Acontecimientos del Mes de Setiembre

- ii.** El lunes 15 de setiembre, se anuncia formalmente la quiebra de Lehman Brothers, un acontecimiento que como veremos aceleró el colapso del sistema financiero, paralizando el mercado de crédito y provocando pánico entre los inversores en todo el mundo.
- iii.** El miércoles 17 de setiembre, la Reserva Federal decide otorgarle un préstamo de US\$ 85 BB a la aseguradora AIG para evitar la quiebra de la compañía, a cambio del 80% de las acciones de la empresa.
- iv.** El viernes 19 de setiembre, el presidente Bush junto al Secretario del Tesoro Henry Paulson y al presidente de la FED Ben Bernanke, anunció que se iba a enviar al Congreso un plan global de US\$ 700 BB para apoyar al sistema financiero. Dicho dinero en principio sería utilizado para comprar los llamados “activos tóxicos” en poder de los bancos.

# Los Acontecimientos del Mes de Setiembre

- v.** El lunes 29 de setiembre, Wall Street sufre su mayor caída diaria en puntos de la historia, al rechazar la Cámara de Representantes el plan Paulson. Además, la crisis cruza el océano, al afectar a los bancos Fortis, Hypo y Bradford & Bingley. En EE.UU., se supo que Citigroup iba a comprar los activos bancarios de Wachovia, luego de que el 26/09/08 JPMorgan se quedó con el quebrado Washington Mutual.
- vi.** Finalmente, luego de varias idas y venidas, el viernes 3/10/08 el Congreso aprueba el plan Paulson, que ahora pasó a incluir US\$ 150 BB adicionales de recortes impositivos para familias y empresas, al tiempo que incrementó el límite del seguro de depósitos de US\$ 100.000 a US\$ 250.000.
- vii.** Durante la semana del 6/10/08 al 10/10/08, los bancos centrales continuaron inyectando liquidez al mercado, al tiempo de que redujeron de manera coordinada las tasas de interés el martes 7 de octubre, sin que ello lograra calmar el pánico de los inversores, cosa que tampoco logró las medidas individuales tomadas por varios gobiernos europeos de subir el monto de la garantía estatal sobre los depósitos.

# Los Acontecimientos del Mes de Setiembre

- viii.** El lunes 13 de octubre los gobiernos de los principales países europeos comprometieron 1,3 trillones de Euros para garantizar los préstamos interbancarios e inyectar capital en los bancos; el Reino Unido aportó capital en los bancos RBS, Lloyds y HBOS; al tiempo que la FED prometió que daría dólares de forma “ilimitada” al mercado.
- ix.** El martes 14 de octubre, el Tesoro norteamericano anunció que va a inyectar US\$ 125 BB de capital en nueve de las principales instituciones financieras del país, y otros US\$ 125 BB en el resto del sistema. A su vez, se anunció que la FDIC pasaría a garantizar el 100% de los depósitos en cuenta corriente.



# Los Acontecimientos del Mes de Setiembre

Parece claro que permitir la quiebra de Lehman Brothers fue un error fatal, ya que ello alentó una fenomenal corrida de ahorristas en todo el mundo, que comenzó con masivos retiros de los fondos “money market”.

¿Cómo llegamos a esta situación?

Lehman quebró con pasivos de US\$ 613 BB (el doble que en el caso de Bear Stearns), de los cuales US\$ 160 BB son bonos sin garantía en poder de inversores de todo el mundo.

Entre ellos, había fondos “money market”, y en particular uno de ellos, el “Reserve Primary Fund”, que se vio obligado a quebrar ante la desvalorización de los bonos de Lehman. En pocos días, ello generó el retiro de US\$ 400 BB de los US\$ 1,3 trillones de capital invertido en los fondos “money market”, lo que a su vez hizo desaparecer la demanda por “commercial papers” -CP-, títulos de deuda de corto plazo emitidos por las empresas para financiar su capital de trabajo.

# Los Acontecimientos del Mes de Setiembre

En definitiva:

Quiebra de Lehman → Quiebra de Reserve Primary  
Fund → Retiro Masivo de capital de los fondos “money  
market” → desaparición mercado de CP → presión  
sobre los bancos → colapso del mercado de crédito

# Los Acontecimientos del Mes de Setiembre

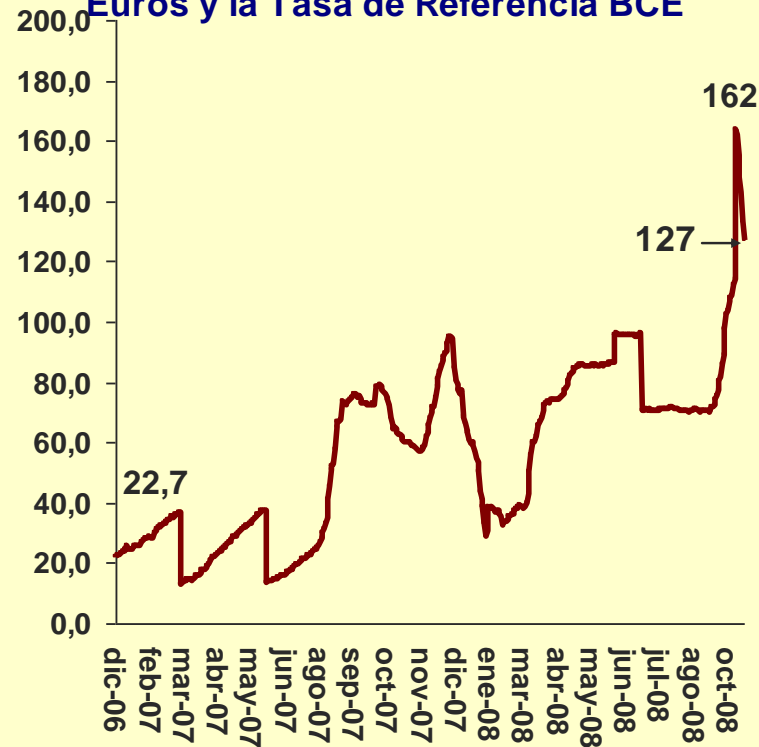


# Los Acontecimientos del Mes de Setiembre

Spread Tasa Libor a 3 meses en US\$ y la Tasa de "Fed Funds"



Spread Tasa LIBOR a 3 Meses en Euros y la Tasa de Referencia BCE

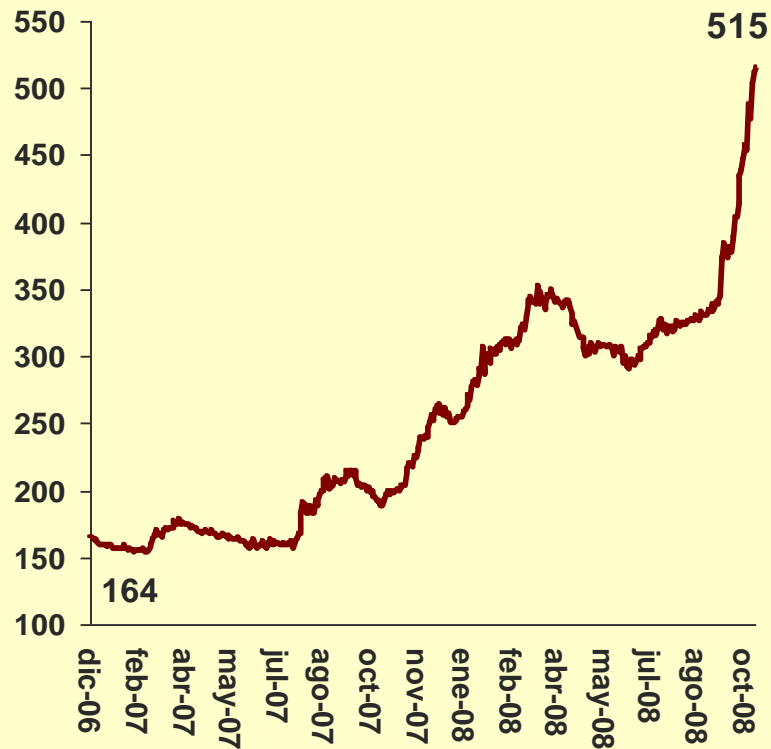


# Los Acontecimientos del Mes de Setiembre

### Tasa de las Letras de Tesorería a 90 días



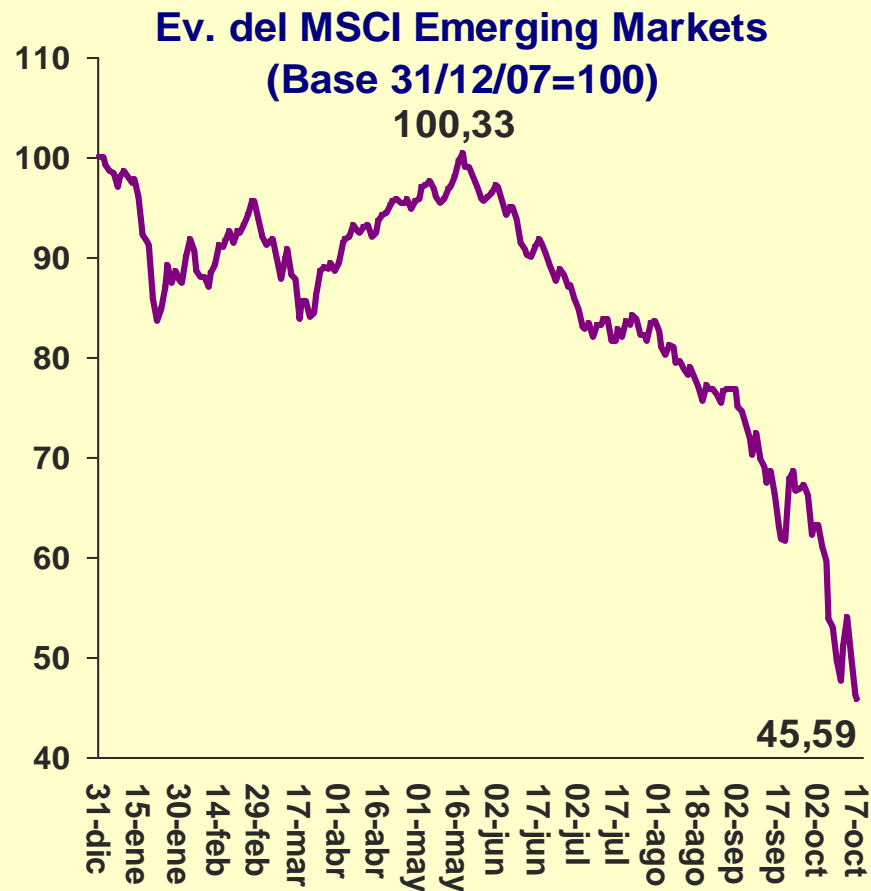
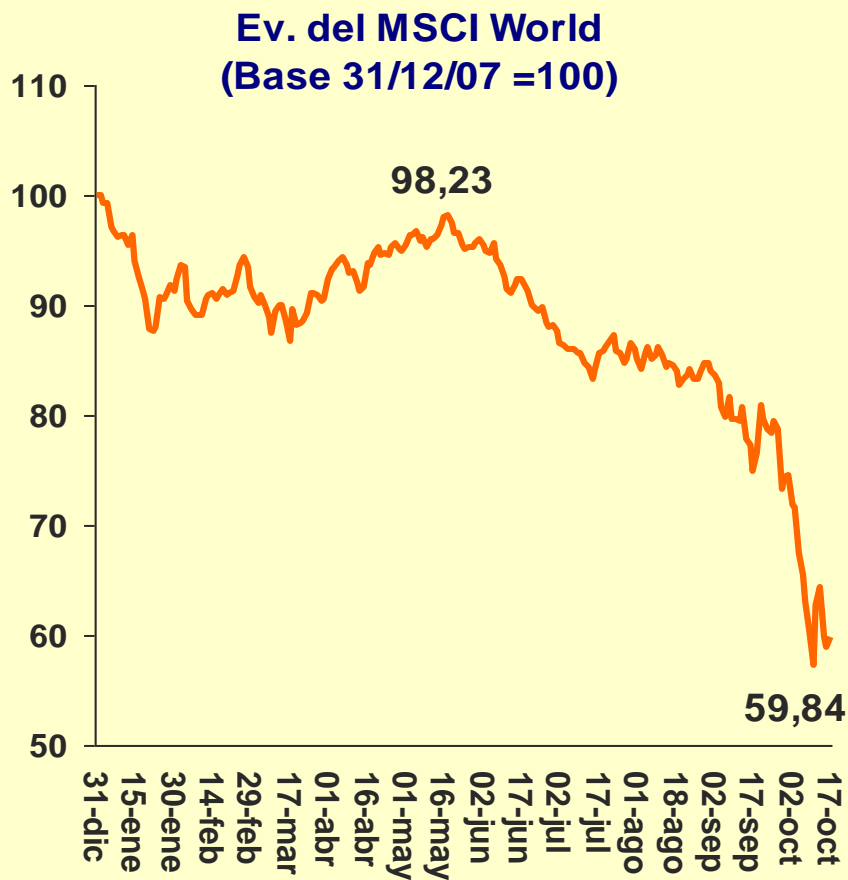
### Spread Bonos Corporativos



# **Los Acontecimientos del Mes de Setiembre**

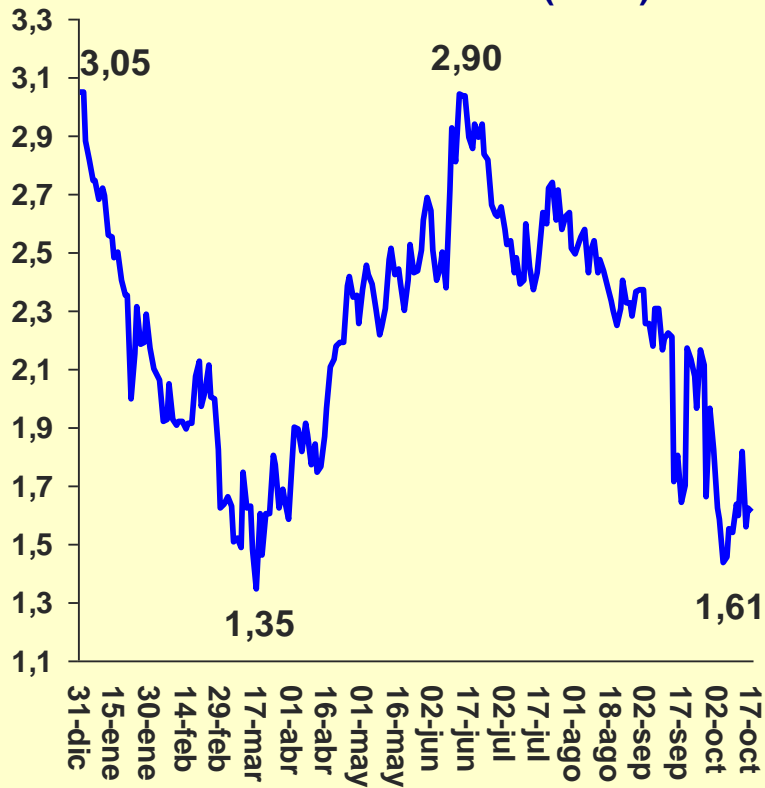
**La parálisis del mercado de crédito; el renovado temor respecto a la solvencia del sistema financiero, y el nuevo incremento generalizado de la “aversión al riesgo”, afectaron profundamente el comportamiento de todos los mercados financieros en las últimas semanas.**

# Los Acontecimientos del Mes de Setiembre

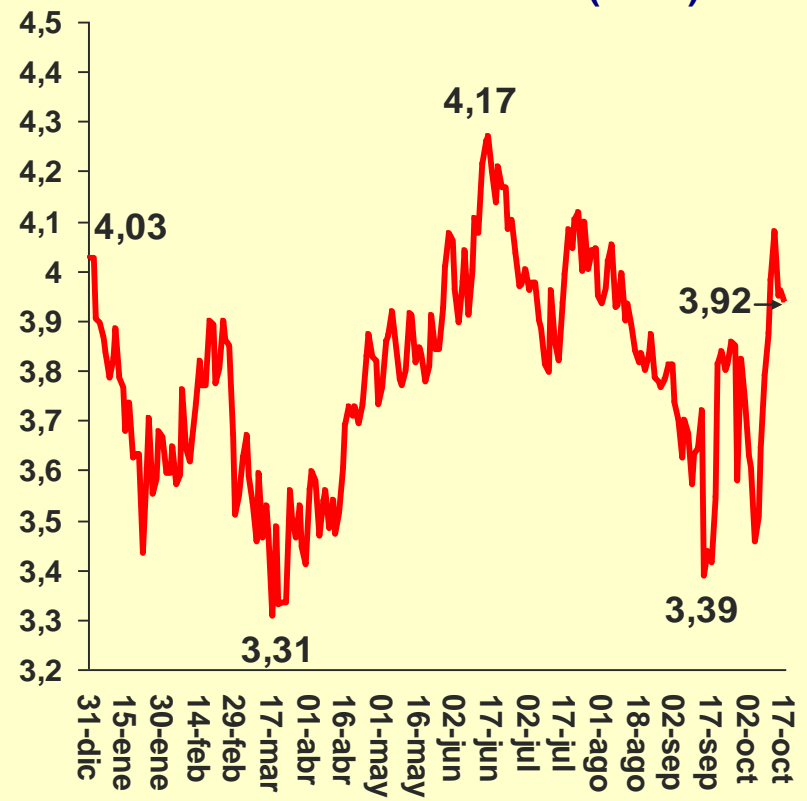


# Los Acontecimientos del Mes de Setiembre

Tasa a 2 años en EE.UU. (en %)

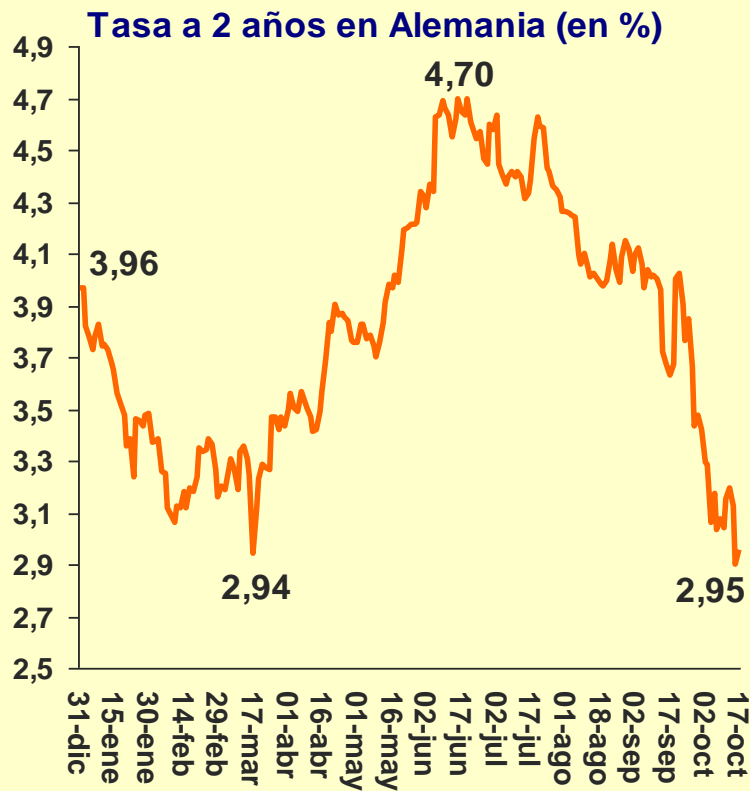


Tasa a 10 años en EE.UU. (en %)





# Los Acontecimientos del Mes de Setiembre



# Los Acontecimientos del Mes de Setiembre

Ev. en 2008 del spread entre la tasa a 2 y 10 años en EE.UU. (en puntos básicos)

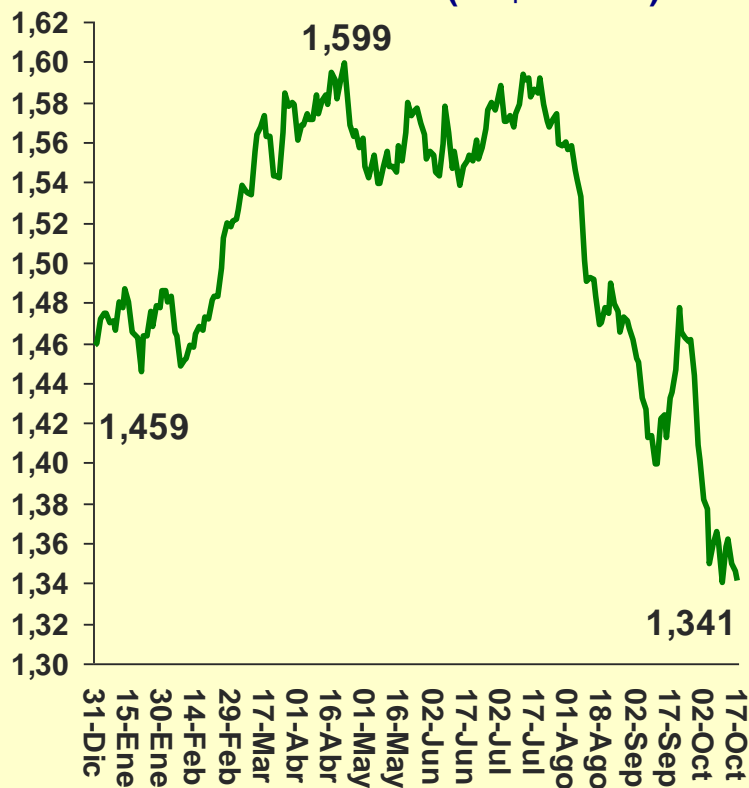


Ev. en 2008 del spread entre la Tasa a 2 y 10 años en Euros (en puntos básicos)



# Los Acontecimientos del Mes de Setiembre

Ev. del Euro en 2008 (US\$ x Euro)

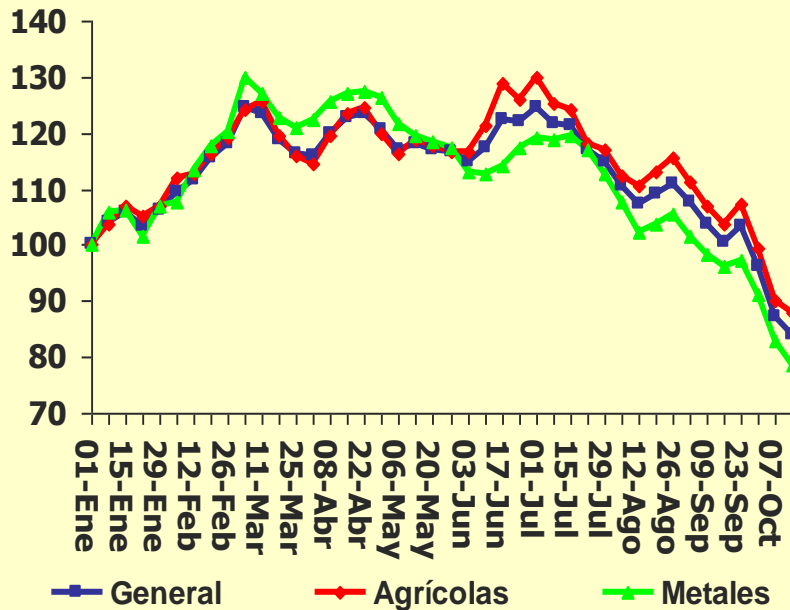


Ev. del Yen (yenes x US\$)

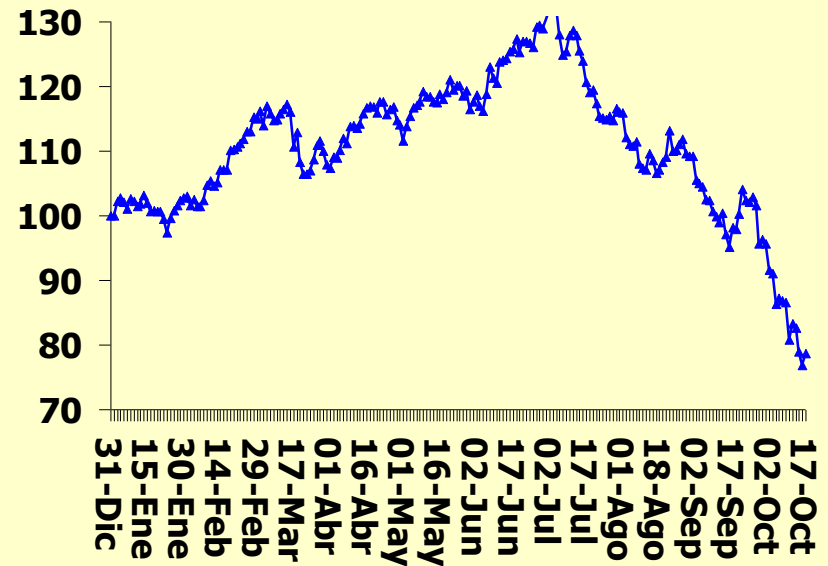


# Los Acontecimientos del Mes de Setiembre

Índice "The Economist"  
(31/12/07=100)

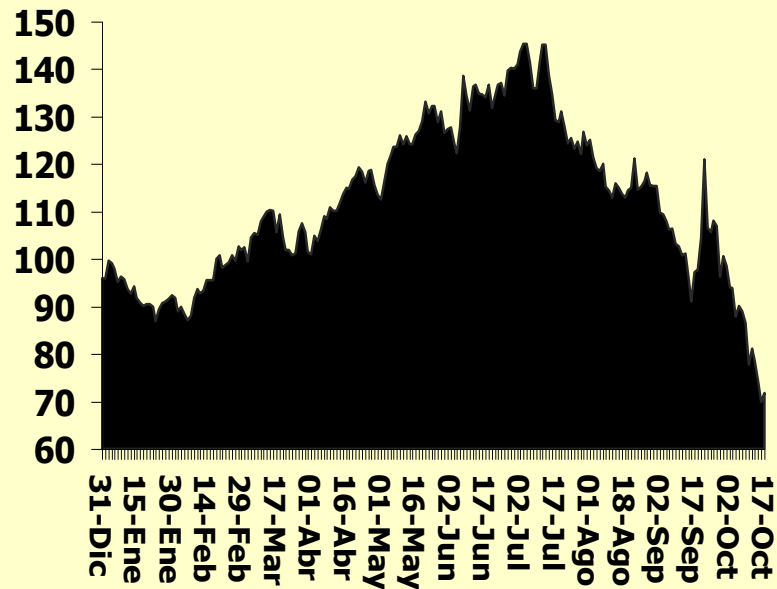


Índice CRB  
(31/12/07=100)

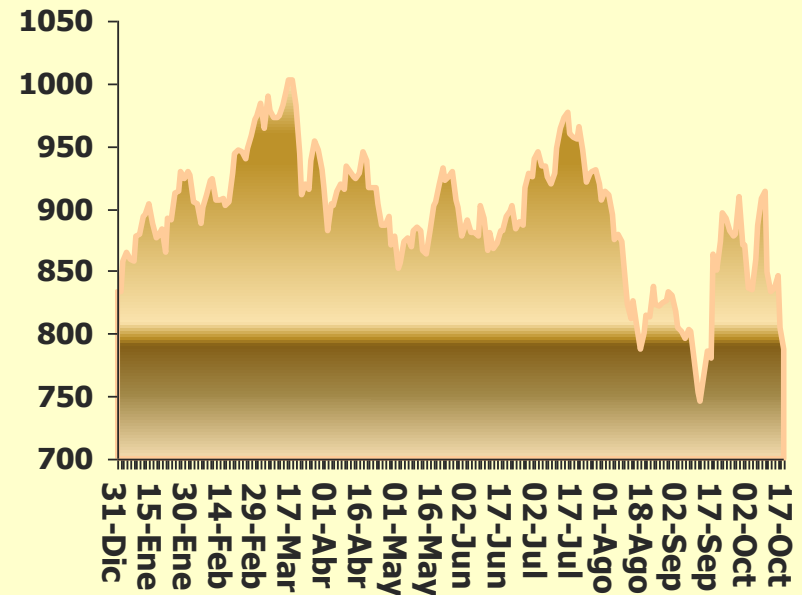


# Los Acontecimientos del Mes de Setiembre

Precio del Petróleo WTI  
(US\$ por barril)



Precio del Oro  
(US\$ por Onza Troy)



# Medidas adoptadas

## Crisis: catástrofe anunciada

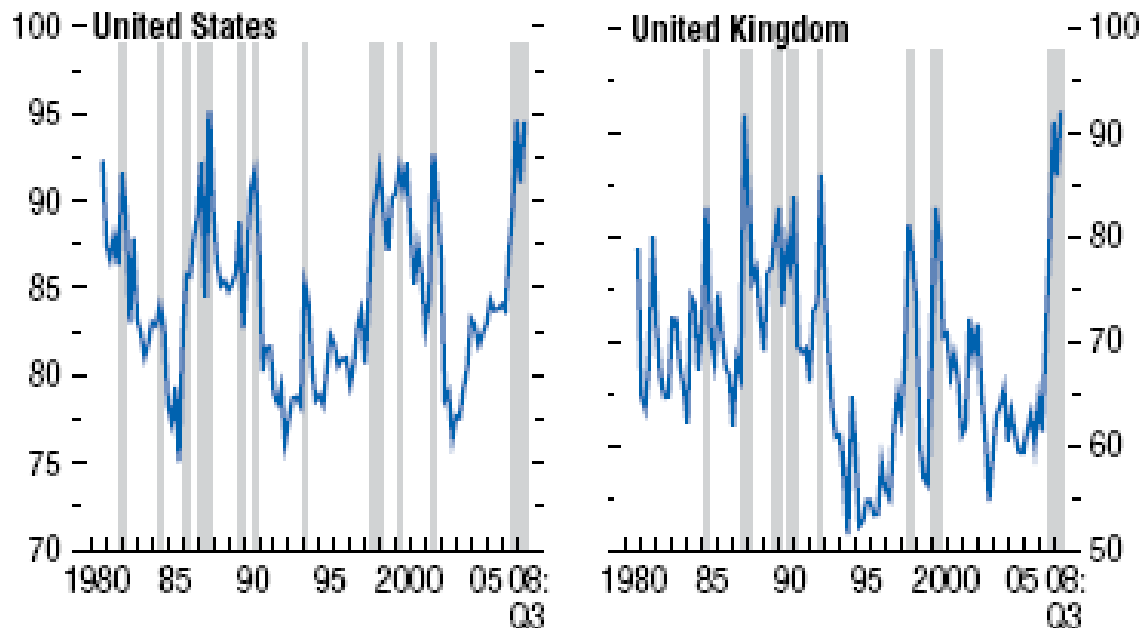
- Indicadores de diagnóstico precoz de crisis.
- Opiniones calificadas
- La clínica financiera.

# Financial Stress Index

## Figure 4.2. Financial Stress Index

*(Shaded areas denote financial stress episodes)*

The financial stress index appears to capture the current episode of financial stress in all countries in the sample.

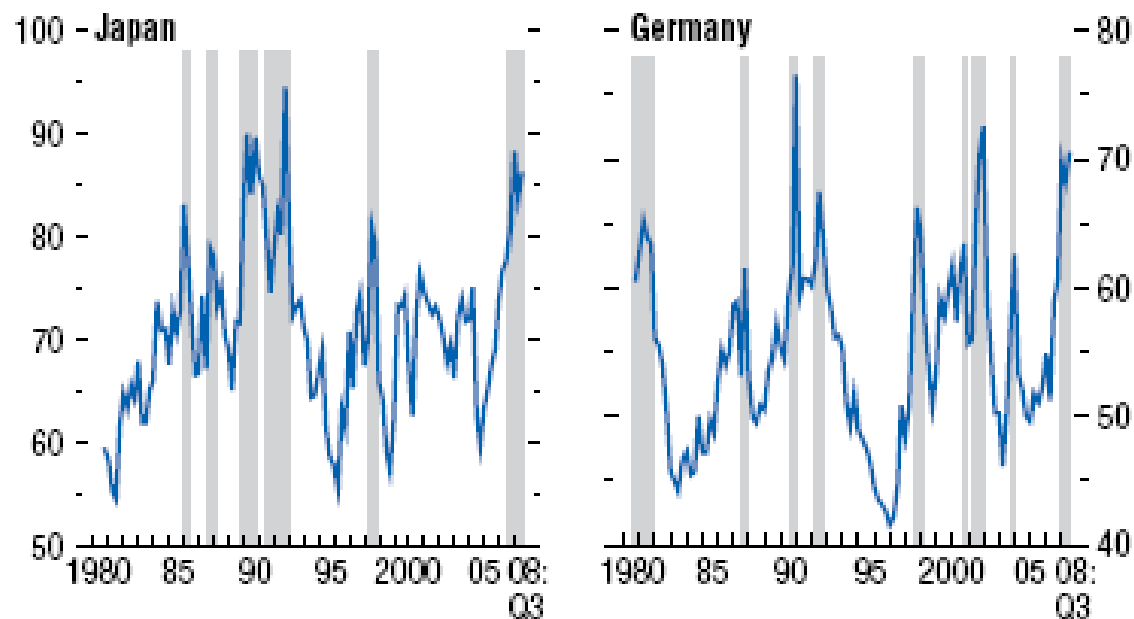


Source: IMF staff calculations.

# Financial Stress Index

**Figure 4.2. Financial Stress Index**  
*(Shaded areas denote financial stress episodes)*

The financial stress index appears to capture the current episode of financial stress in all countries in the sample.



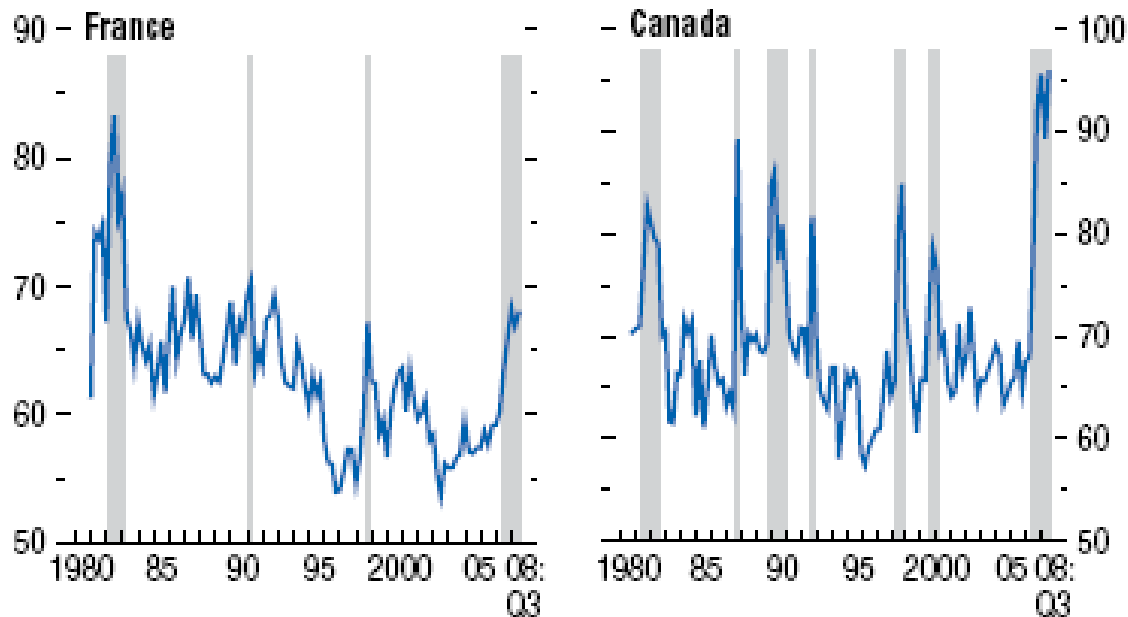


# Financial Stress Index

## Figure 4.2. Financial Stress Index

*(Shaded areas denote financial stress episodes)*

The financial stress index appears to capture the current episode of financial stress in all countries in the sample.



# Opiniones calificadas

- Robert Shiller (2005) frente a OCC y FDIC.
- Nouriel Roubini (2006), etc.
- Economistas de la Reserva Federal y del Tesoro.

# [ La Clínica Financiera ]

- Burbuja de Precios
- Enorme endeudamiento de Ginnie Mae, Freddie Mac.
- Off-Balance Sheet.
- Ponzi (deudores sin antecedentes).

# Crisis Sí – Magnitud No

- La inminencia de una crisis financiera era previsible para el analista atento. La profundidad y extensión que tomaría la misma superó las suposiciones de las autoridades.

# [ El mayor error : Llegar tarde ]

---

- No actuar anticipadamente cuando era obvio el problema.

# **Error : Menos bagaje teórico**

- Crisis en un mundo globalizado.
- Menguantes prerrogativas de autoridades.
- ICT (TIC).
- Opacidad.

# **Error : Titubeos y marchas y contramarchas**

- Bearn Stern – Una política.
- Fannie Mae – Freddie Mac – Otra.
- Lehman Brothers – Otra.
- AIG – Otra
- U\$S 700 billones – De compra de carteras “tóxicas” a capitalización.

# Medidas : De Liquidez a Solvencia

- FED:
  - Liquidez
  - Descuento de *commercial papers* (CPFF)  
Oct. 27.
  - Seguro de depósitos: de U\$S 100.000 a U\$S 250.000
  - Baja de tasa de interés de 2 a 1.5% (8/10).



# Medidas : De Liquidez a Solvencia

- TESORO:
  - Solvencia
  - Capitalizar con acciones preferidas 9 grandes instituciones financieras con U\$S 250 billones.
  - Capitalizar otros bancos de menor porte.
  - Garantía temporal a las deudas senior de los bancos que tienen al FDIC.

# Error: Las ideas también cuentan

- “Nada más práctico que una buena teoría” señalaba Einstein.
- **Hyman Minsky: (1919-1996)**
  - La economía tiene una inestabilidad que es intrínseca a ella, que termina en una crisis. Con una crisis de *endeudamiento*.

# Error: Las ideas también cuentan

- **Hyman Minsky: (1919-1996)**
  - Hay 3 tipos de deudores : los que cubren necesidades, los especulativos y los Ponzi.
  - En tiempos eufóricos, la economía tiende a ir desde los deudores de cobertura a los especulativos y los Ponzi, sobre todo cuando la tasa de interés es baja.
  - Estos dos últimos y en particular los Ponzi están en el centro de la crisis *subprime*.

# **Error: Las ideas también cuentan**

- **Hyman Minsky: (1919-1996)**
  - Cuando se ajusta aparece el “credit crunch” y se pasa de la estabilidad a la fragilidad a Momento Minsky.

# Error: Las ideas también cuentan

- **Hyman Minsky: (1919-1996)**

- Financial Instability Hypothesis (FIH),**

- “Los sistemas financieros oscilan entre su robustez a la fragilidad, y esos “*swings*” son parte integral de un proceso de la generación de los ciclos de los negocios.

# Otras opiniones

- Minsky tiene razón pero...
- Las tasas de interés fueron de:
  - Dic. 2000 – Junio 2004 – de 6.5 a 1%. Ésto hace la burbuja.
  - Junio de 2004 – Set. 2007 1 - 5,25%. Ésto hace el “Momento Minsky”.

# [ Alan Greenspan ]

- “El problema esencial es que nuestros modelos – modelos de riesgos y econométricos – tan complejos como sean – son todavía muy simples para captar la totalidad de las variables de la realidad”.

Financial Times, Marzo 2008

# [ Robert Shiller ]

- “Greenspan eventualmente conoce la obvia realidad de la burbuja, pero nunca mira que una buena parte de lo que la gente piensa es puramente social por su propia naturaleza”
- “El contagio de ideas es consistentemente un factor de asuntos humanos”.
- “*The Subprime Solution*” 2008, págs 42 y 43.



# [ La mayor ausencia: Liderazgo en la crisis ]

- El liderazgo es condición necesaria para el éxito en tiempos de **crisis**.  
Este no tiene que ver, necesariamente con la capacidad de hacer negocios o el éxito académico.
- Está más vinculado a la *creencia de un grupo humano sobre una persona que desemboca en el reconocimiento que él es el orientador*.
- El **liderazgo en la crisis** es aún más específico.

# Gordon Brown definió el rumbo

- Contundencia y rapidez.
  - Liquidez
  - Fondeo
  - Solvencia
- Resto de Europa y USA, lo siguieron con las particularidades de cada país.

# [ La confianza no es sólo un cheque... ]

- Wall Street diferente a titanes.
- Las finanzas son confianza.
- Los errores erosionaron la base: la **confianza**.
- La “Democracia Financiera” (Shiller, 2008) “es un mercado libre donde el rol del gobierno es ayudar a los ciudadanos a obtener su mayores potenciales, usando los instrumentos económicos a su disposición que su arsenal financiero puede proveer”.

# Gobierno y Administración del Riesgo

- “La administración del riesgo constituye una potente y dominante política pública en los Estados Unidos. Nuestra economía sería irreconocible sin ello.”

David A. Moss, *When All Else Fails: Government as the Ultimate Risk Manager*, 2002

# Psicología y crisis: Racionalidad Acotada

## De la Racionalidad Completa a la Racionalidad Acotada

- *Racionalidad Completa*: Hipótesis de los Mercados Eficientes, donde los precios reflejan la información disponible.
- *Racionalidad Acotada*: La información pasa a través de un proceso cognitivo.

# Psicología y crisis: Las emociones del riesgo

- Riesgo = volatilidad (entre otros) en definiciones aceptadas en la comunidad financiera.
- Riesgo, en un enfoque más *subjetivo* se vincula a una **reacción emocional**. Riesgo, en este caso, deviene un concepto subjetivo íntimamente relacionado con la **pérdida**.

# Psicología y crisis: Las emociones del riesgo

## ¿Cuánto riesgo se está dispuesto a tomar?

- Los resultados de las investigaciones aportan en el sentido de que dependen de:
  - a. *Datos factuales*: ingresos, edad, ahorro, necesidades de caja, horizonte.
  - b. Pero esta pregunta está vinculada a las *pérdidas*. Si la persona tendrá o no los *fondos necesarios* para los gastos futuros.

# Psicología y crisis: Las emociones del riesgo

- *Crisis esperadas*: Evolutivas
- *Crisis traumáticas*: cambian el guión de vida.
- Las crisis traumáticas activan estados **emocionales**.



# Psicología y crisis: Las emociones del riesgo

- Uno de esos estados emocionales es el **miedo** a la pérdida.
- Cuando el **miedo** es extremo, entonces se está ante una situación de **pánico**.

# Psicología y crisis: Las emociones del riesgo

- Si bien el **miedo** es la emoción más notoria en una crisis, existen otras que interactúan con ella como ser:
  - **Ansiedad**
  - **Vergüenza**
  - **Humillación**

# Psicología y crisis: Las emociones del riesgo

- Cambiando la definición de **riesgo** donde no solo la volatilidad del mercado cuenta sino también ciertas propiedades del ser, muchas preguntas cambian como ser:
  - ¿Tengo pérdidas sin resolver reales, o son de mayor contenido emocional?

# Psicología y crisis: Las emociones del riesgo

- ¿Cuál es mi propensión a la vergüenza?
- ¿Puedo tolerar la incertidumbre sin ingresar en ansiedad o negación?
- ¿Tengo más fe en mis juicios que en los de los demás?

*Con estas aproximaciones muchas actitudes sobre los mercados cambian.*

# Psicología y crisis: los inversores exitosos

- En tiempos de crisis financieras las investigaciones muestran que los inversores exitosos han tenido algunas características comunes, como ser:
  1. Un inversor exitoso siente en forma análoga a un niño o a un adolescente cuyas grandiosas creencias le confieren un sentido de invulnerabilidad.

# [ Psicología y crisis: los inversores exitosos ]

2. Las investigaciones establecen que los profesionales de inversiones se equivocan a lo largo de su carrera en un 40% de los casos. Un individuo no experto lo hace entre 50% y 60%. Solo inversores como Warren Buffet superan estas performances.

# [ Psicología y crisis: los inversores exitosos ]

3. Saben que pueden cometer errores pero ellos no los desaniman a sí mismo y reaccionan positivamente buscando superarse.
4. El desafío intelectual parece reemplazar las preocupaciones por las pérdidas.

# [ Psicología y crisis: los inversores exitosos ]

5. Quienes logran focalizar en la decisión más que en el miedo que proviene de las fluctuaciones de los mercados. Es un caso de negación psicológica frente a las informaciones que provienen de los medios en contraste con sus creencias



# Psicología y crisis: los inversores exitosos

6. Quienes mejor han podido separar la idea del miedo de la del riesgo, son aquellos que han podido establecer una fuerte relación con otra persona que está fuertemente involucrada en inversiones creativas.

Warren Buffet y Charlie Munger parecen ser un caso paradigmático.

R. Lowenstein, *The Making of an American Capitalist*, 1995

# [ Psicología y crisis: los inversores exitosos ]

7. Aquellos inversores que separan riesgo de miedo a perder, aparecen pensando de sí mismos como observadores externos más objetivos de los hechos.

# [ Sumarizando ]

- Pérdida de confianza
- Los problemas de la gente.
  - Hipotecas.
  - Empleos
  - Efecto riqueza
- ¿Qué pasa con la economía financiera? y ¿qué pasa con la economía real?.

# [ ¿Qué sucederá en la economía real? ]

- La intensidad de su **desaceleración** depende de:
  - Recuperación del Sistema Financiero
  - Confianza de los consumidores.

# Nivel de actividad pronosticado

- Fuerte descenso de la actividad real en el mundo
  - Las economías avanzadas con índices bajos
  - Soporte de economías emergentes y en desarrollo.

# Crecimiento (% de variación PIB)

	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Mundo	4.5	5.1	5.0	3.9	3.0	4.7
Ec.Avanzadas	2.6	3.0	2.6	1.5	0.5	2.5
Economías Emergentes y en Desarrollo	7.1	7.9	8.0	6.9	6.1	6.9

Fuente: FMI

# Economías avanzadas

- Caída marcada en USA y Europa.
- Menor en Japón y otras.

# Economías Avanzadas (% de variación del PIB)

	2005	2006	2007	2008	2009	2013
USA	2.9	2.8	2.0	1.6	0.1	2.5
Área Euro	1.6	2.8	2.6	1.3	0.2	2.2
Japón	1.9	2.4	2.1	0.7	0.5	1.7
Otras	3.3	3.8	3.9	2.2	1.6	3.3

Fuente: FMI



# Actividad Real – Economías emergentes

- China (9.5%) e India (6.9%) con menor desarrollo serán en Asia las más importantes en el crecimiento global.
- Medio Oriente con los países productores de petróleo, también.
- Hemisferio occidental (donde América Latina es la principal) y Europa Central y del Este reducción de crecimiento.


# Economías Emergentes y en desarrollo

	2005	2006	2007	2008	2009	2013
África	5.8	6.1	6.3	5.9	6.0	5.4
Europa Central y del Este	6,1	6.7	5.7	4.5	3.4	5.0
Comunidad de Estados independ.	6.8	8.2	8.6	7.2	5.7	5.6
Asia en desarrollo	9.0	9.9	10.0	8.4	7.7	8.8
Medio Oriente	5.7	5.7	5.9	6.4	5.9	5.4
Hemisferio Occidental	4.7	5.5	5.6	4.6	3.2	4.2

Fuente: FMI

# Primeras Conclusiones

- 1.** La profundización de la crisis financiera encontró a las autoridades del Grupo de los Siete -G7- sin un plan “B”, y la respuesta de política económica en el mejor de los casos fue mediocre y en la mayoría de los casos equivocada, al menos hasta la semana del 13 de octubre. Ello profundizó la desconfianza, y potenció los impactos negativos de la crisis tanto sobre el nivel de actividad como sobre los mercados financieros.
- 2.** Finalmente, en la semana del 13 de octubre, las autoridades del G7 comenzaron a atacar de manera coordinada el problema esencial de solvencia, además de concentrarse en la liquidez, con lo que gradualmente deberíamos esperar una normalización del mercado de crédito hacia fines de este año o comienzos del que viene.
- 3.** Si bien será imposible evitar que las economías del G7 sufran una recesión al menos hasta mediados del 2009, y que el crecimiento económico en los países emergentes tenga una desaceleración significativa; un escenario de depresión económica estilo lo ocurrido durante la década de los años ‘30 es un evento de muy baja probabilidad.



# **Módulo II**

## **Impactos Previsibles Sobre la Economía Mundial y en los Mercados de Capitales**

Prof. Dr. Ricardo Pascale

Nota: Estas notas son para utilizarse como una guía para una exposición oral, no son, por tanto, un registro completo de la discusión.

# **Temas a Tratar**

- 1. - ¿Qué pasará con el Crecimiento de la Economía Mundial?**
- 2. - ¿Inflación o Deflación como Salida de la Crisis?**
- 3. - Efectos Previsibles Sobre los Diversos Mercados Financieros.**

# ¿Qué pasará con el crecimiento de la Economía Mundial?

**¿Será posible evitar un desenlace de depresión económica estilo lo ocurrido en la década de 1930?**

En las últimas semanas ha crecido el temor de que la crisis financiera, que sin lugar a dudas es la de mayor magnitud desde la ocurrida en los años '30, también provoque, como en aquella época, una depresión económica similar.

Si bien no se puede descartar completamente dicho desenlace (en los últimos tiempos ha habido demasiados “cisnes negros”), en nuestra opinión es muy poco probable que ello suceda básicamente por cuatro motivos:

# ¿Qué pasará con el crecimiento de la Economía Mundial?

- i. El instrumental de política económica actual es completamente diferente al que existía en la década de los '30. En aquel momento, el “patrón oro” impedía a los bancos centrales emitir dinero para enfrentar eventuales corridas bancarias y pánicos de liquidez; a la vez que la teoría neoclásica del ahorro y la inversión vigente en la década del '30, llevaba a que los gobiernos buscaran mantener el equilibrio presupuestal a toda costa.

# ¿Qué pasará con el crecimiento de la Economía Mundial?

- ii. En segundo lugar, en la actualidad el sector público es mucho más grande que en aquel entonces (a vía de ejemplo, en los EE.UU. el gasto del gobierno federal era alrededor del 3% del PIB en los años 1920, frente a 20% en la actualidad), y tiene muchos “estabilizadores automáticos” (seguro de desempleo, inversión en obras de infraestructura, etc.).
- iii. En tercer lugar, las economías emergentes están en mucho mejor forma en promedio y con muy buenos fundamentos.
- iv. Finalmente, la situación geopolítica actual es mucho mejor.



# ¿Inflación o Deflación como Salida de la Crisis?

Dada la enorme cantidad de liquidez que los bancos centrales del mundo están inyectando en la economía como consecuencia de la crisis financiera, muchos inversores y algunos analistas se preocupan respecto a las posibles consecuencias inflacionarias de la actual crisis financiera.

Sin embargo, más que inflación, el principal riesgo que enfrentan los países del G7 es el de deflación, por varios motivos, a saber:

# ¿Inflación o Deflación como Salida de la Crisis?

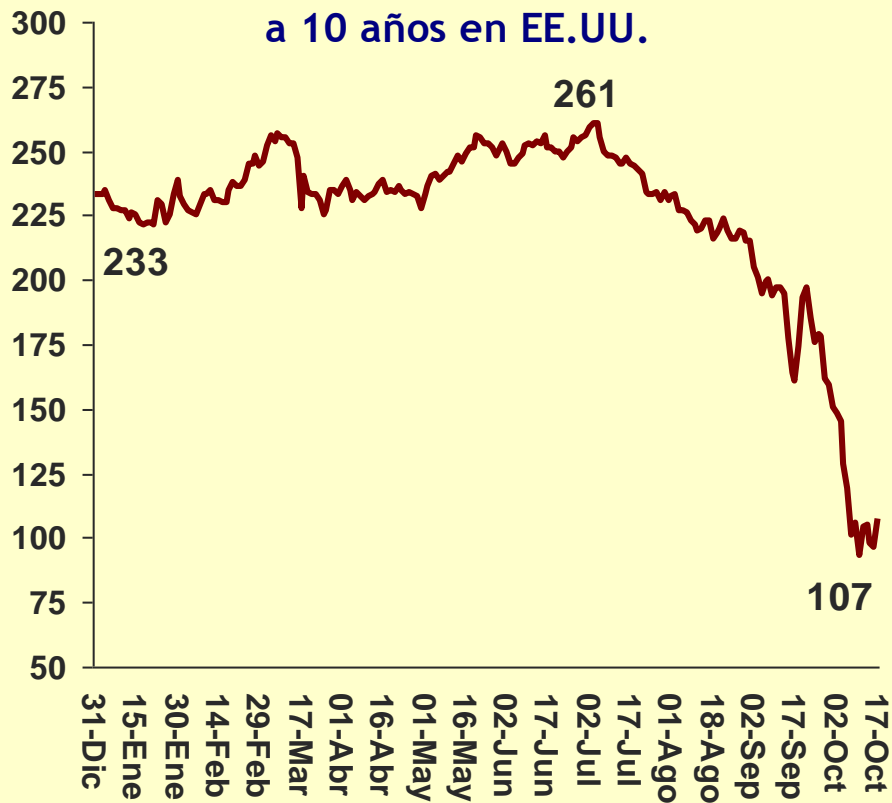
- i. La inyección de liquidez de los bancos centrales lo único que está haciendo por el momento es financiar la corrida de los depositantes, sin que ello expanda el crédito, que por el contrario continuará contrayéndose ante el proceso de “deleveraging” (desapalancamiento) por el que está atravesando el sistema financiero. Es más, una parte sustancial de la liquidez emitida se neutraliza automáticamente cuando el público busca refugio en la compra de Letras de Tesorería y deuda pública de corto plazo.

# ¿Inflación o Deflación como Salida de la Crisis?

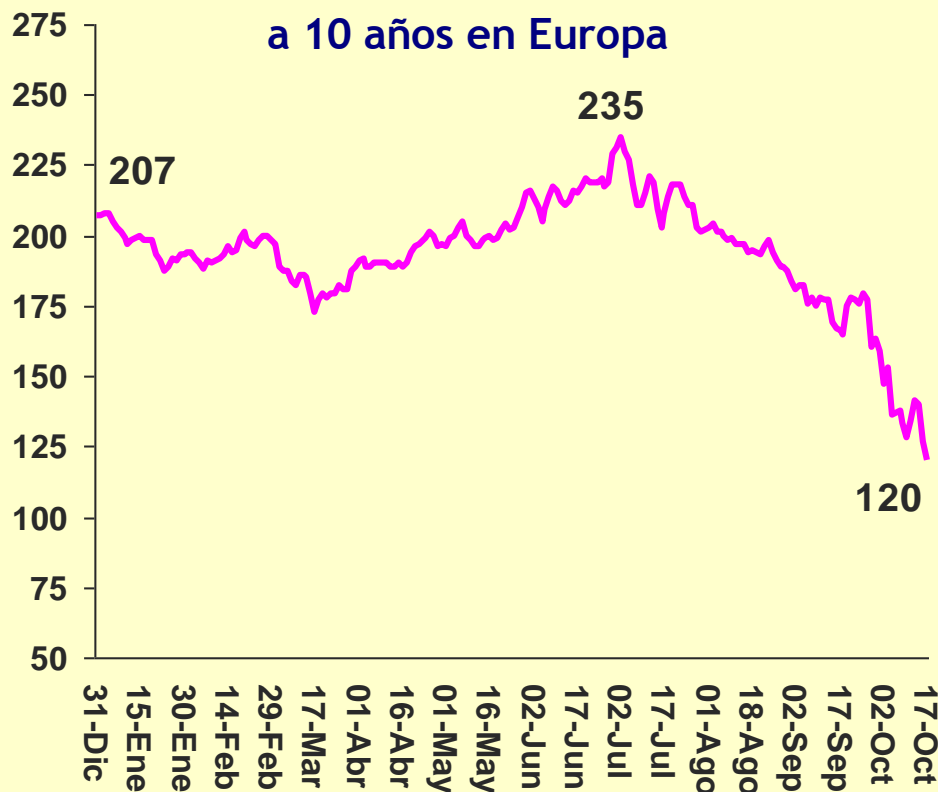
- ii. La recesión por la que atravesarán los países del G-7 en el corto plazo, generará fuertes presiones a la moderación de la inflación, por la caída de la demanda y el aumento del desempleo.
- iii. El desplome de los precios de las materias primas también ayudará a mitigar las presiones inflacionarias, e incluso puede llevar a que la inflación general sea negativa a nivel del G-7.
- iv. El fuerte exceso de capacidad instalada en el sector manufacturero en China, y la abundancia de mano de obra barata en dicho país (así como también en India y otras naciones asiáticas) seguirán ejerciendo una presión deflacionaria importante en los próximos años, salvo que las monedas de la región se aprecien de manera fuerte y rápida.

# ¿Inflación o Deflación como Salida de la Crisis?

Spread entre Bonos y TIPS a 10 años en EE.UU.

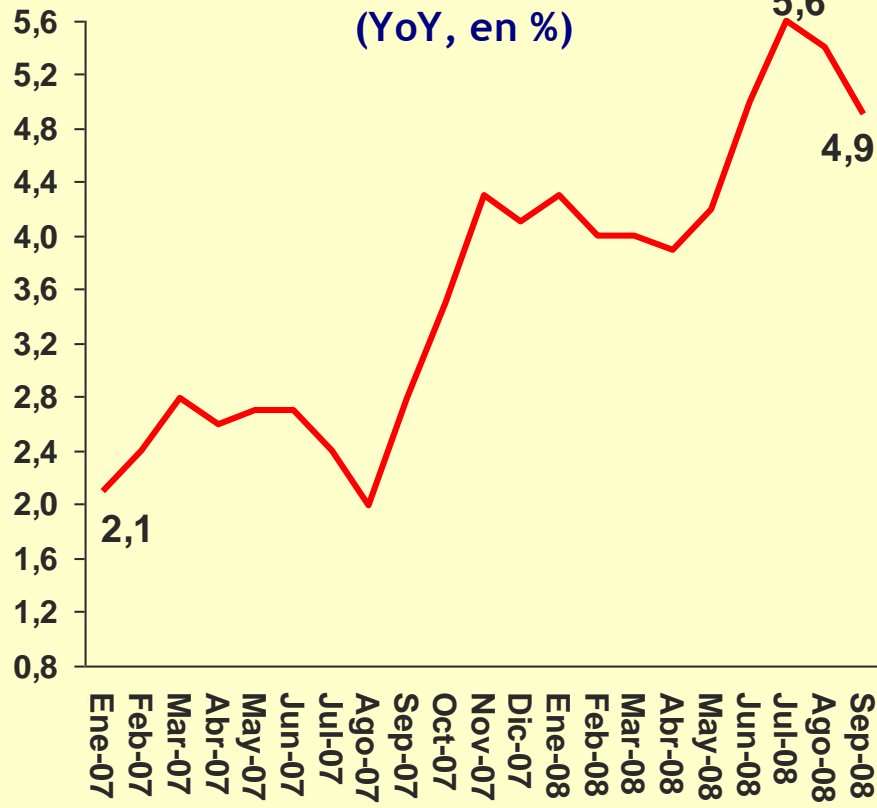


Spread entre Bonos y TIPS a 10 años en Europa

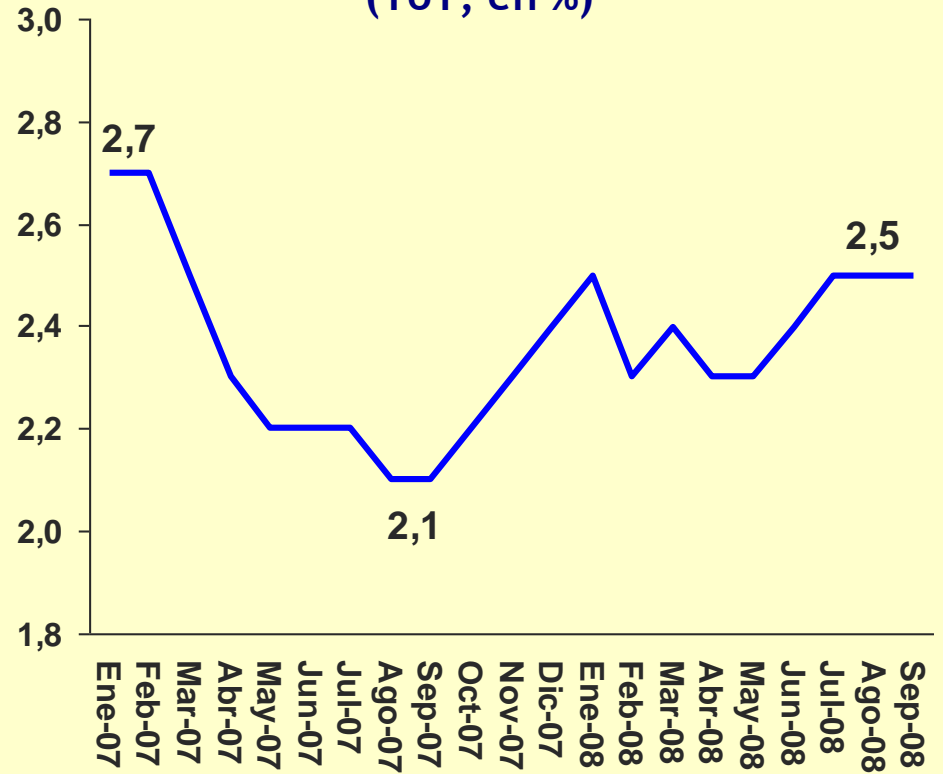


# ¿Inflación o Deflación como Salida de la Crisis?

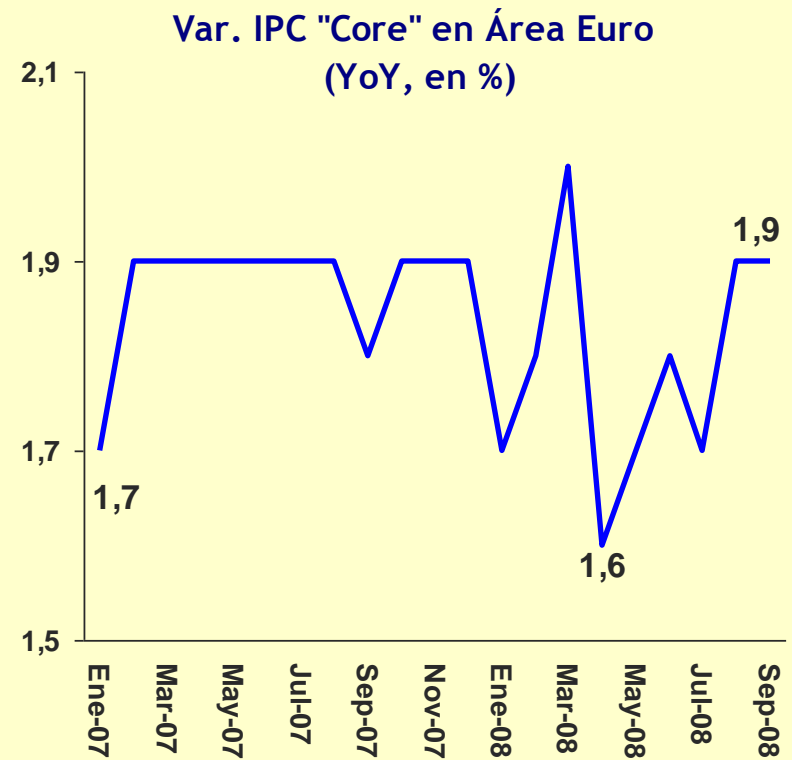
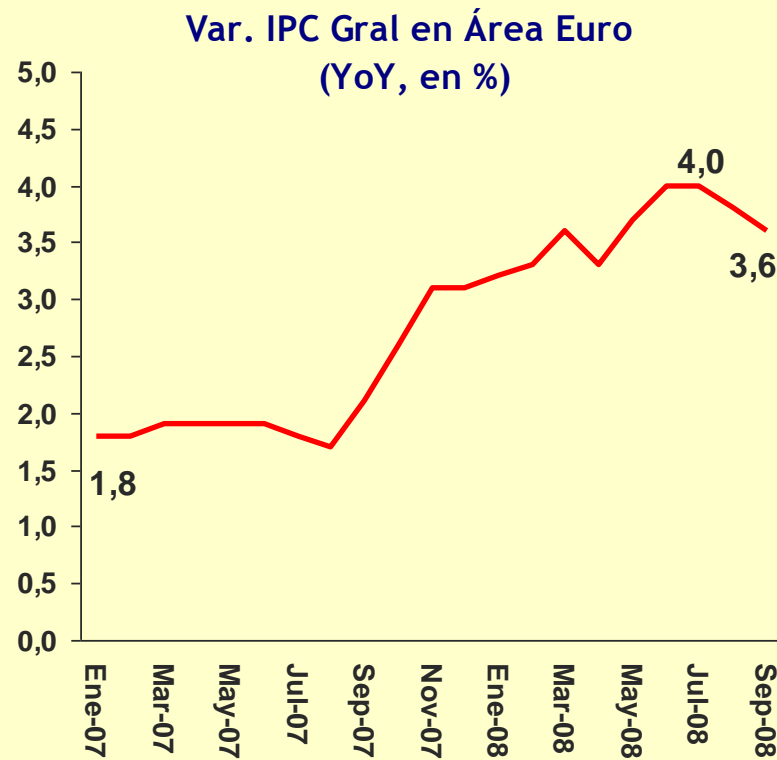
Var. IPC Gral en EE.UU.  
(YoY, en %)



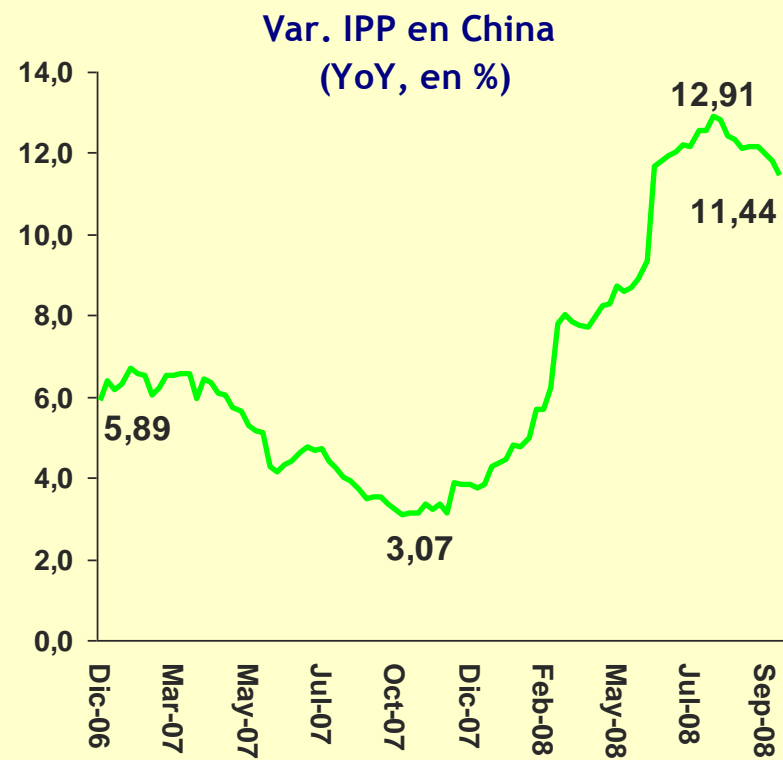
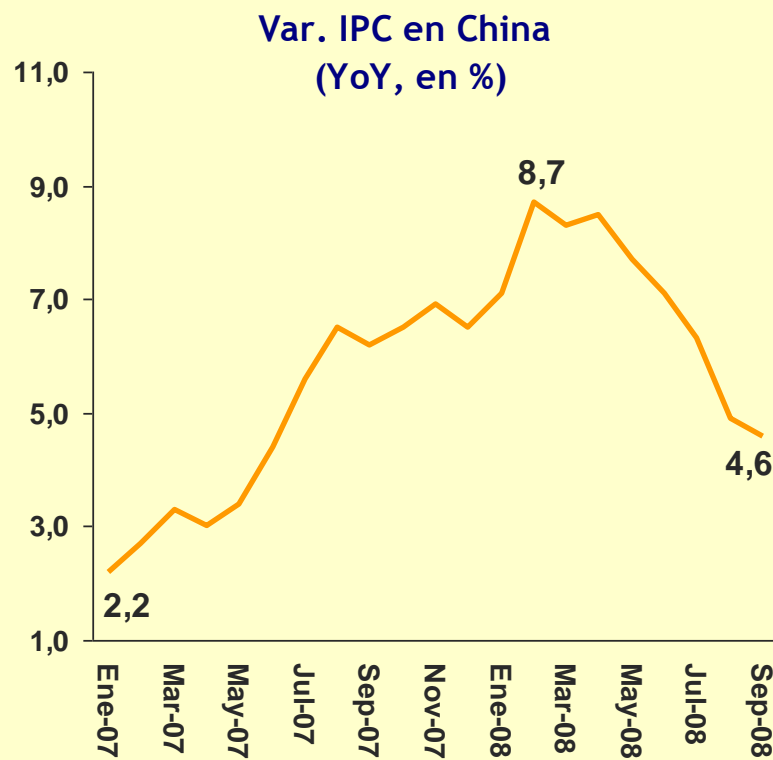
Var. IPC "Core" en EE.UU.  
(YoY, en %)



# ¿Inflación o Deflación como Salida de la Crisis?



# ¿Inflación o Deflación como Salida de la Crisis?




# ¿Inflación o Deflación como Salida de la Crisis?

Mientras el Tesoro de EE.UU. y en general los gobiernos del G-7 puedan seguir colocando deuda en los mercados de capitales sin tener que “monetizar” el déficit fiscal y el costo de ayuda a los respectivos sistemas financieros, el mayor riesgo continuará siendo el de deflación en lugar de inflación.

En la actualidad, sigue habiendo abundante capital en el mundo, y el contexto recesivo tiende a aumentar en primera instancia el exceso de ahorro, por lo que no debería ser difícil para los gobiernos del G-7 colocar mayores niveles de deuda para financiar la ampliación del déficit fiscal.





## **Módulo III**

# **Impactos Potenciales Sobre la Región**

Prof. Dr. Ricardo Pascale

Nota: Estas notas son para utilizarse como una guía para una exposición oral, no son, por tanto, un registro completo de la discusión.

# **Temas a Tratar**

- 1. - Conviviendo con un Mundo Diferente.**
- 2. - Impactos Potenciales del Cambio en el Contexto Externo.**
- 3. - ¿Estamos Preparados Para Enfrentar la Crisis?**
- 4. La Crisis Financiera y los Mercados Emergentes.**

# Conviviendo con un Mundo Diferente.

Como analizamos extensamente en el módulo II, la profundización de la crisis financiera internacional ha cambiado de manera drástica y en sentido negativo el escenario económico y financiero global, que a partir de ahora estará caracterizado por:

- i. Recesión a nivel del G-7 al menos hasta bien entrado el año 2009, y desaceleración fuerte del crecimiento de la economía mundial.
- ii. Menor disponibilidad y encarecimiento del crédito.
- iii. Precios mucho más bajos de las materias primas.
- iv. Apreciación del dólar en los mercados cambiarios internacionales.

## Conviviendo con un Mundo Diferente.

Tanto desde el punto de vista financiero como de la economía real, el nuevo contexto externo ha impactado -y continuará haciéndolo- de manera negativa a los países vecinos y a Uruguay; primero desde el punto de vista financiero y también a partir de ahora en el nivel de actividad y de empleo, así como en la situación fiscal y en el sector externo.

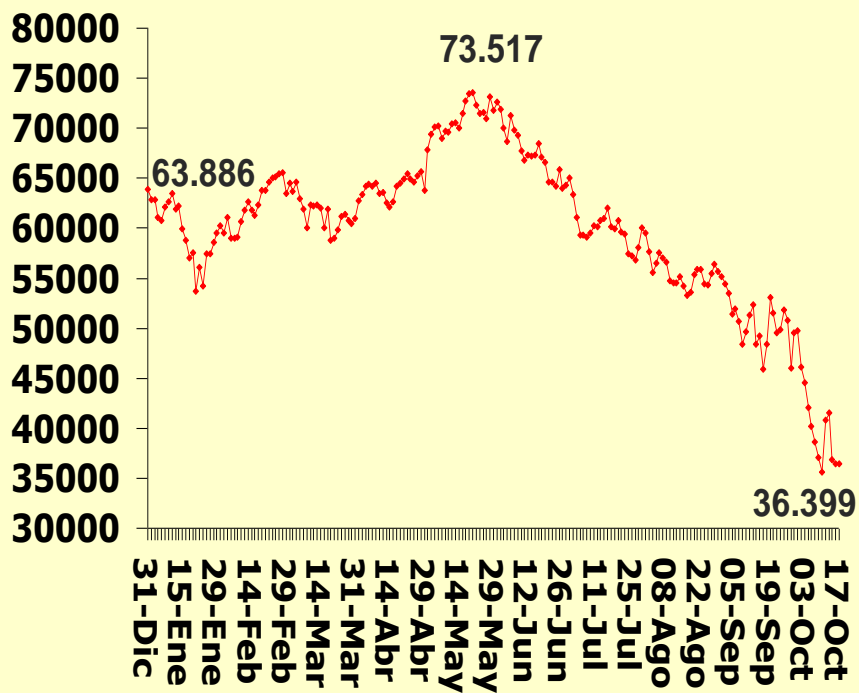
En sentido positivo, la caída de los precios de la energía y de los alimentos debería ayudar a disminuir las presiones inflacionarias.

# Impactos del Cambio en el Contexto Externo.

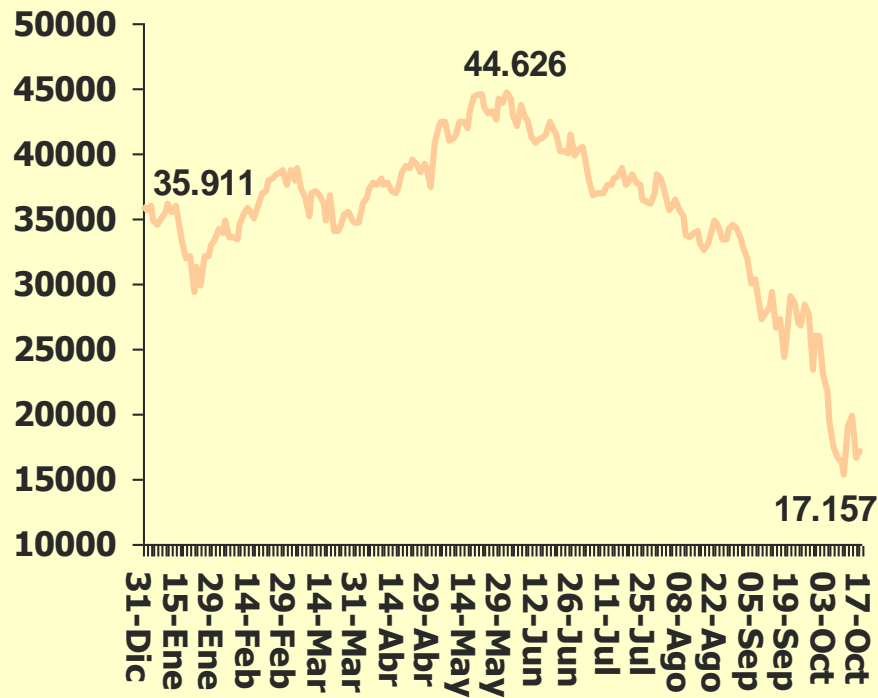
Desde el punto de vista financiero, el nuevo contexto externo ha llevado a caídas en las bolsas de valores de la región; fuertes incrementos en los niveles de riesgo país, y presiones a la suba del dólar.

# Impactos del Cambio en el Contexto Externo.

## Bovespa en Reales

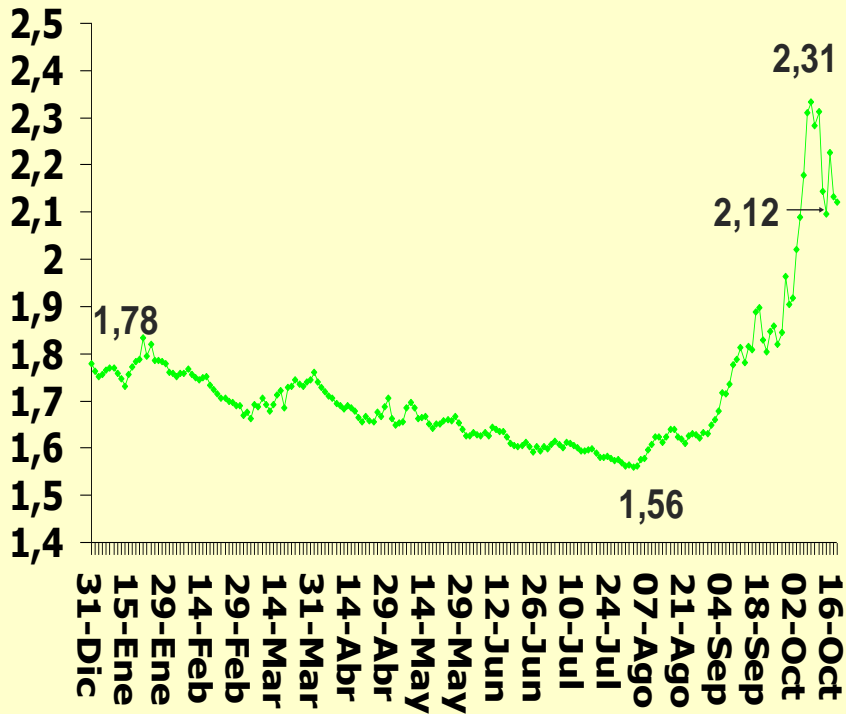


## Bovespa en US\$

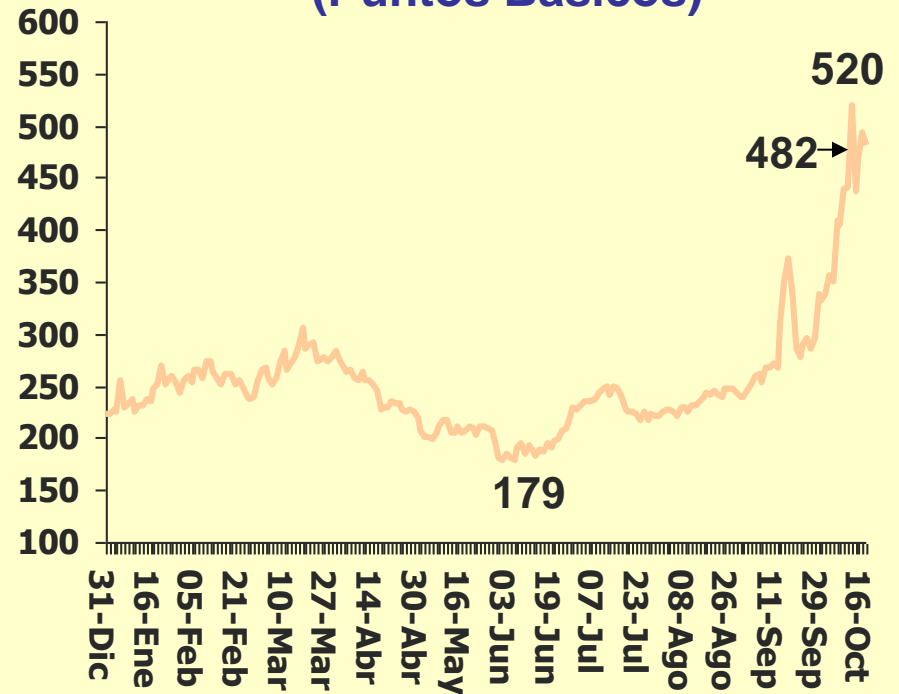


# Impactos del Cambio en el Contexto Externo.

## Reales por US\$

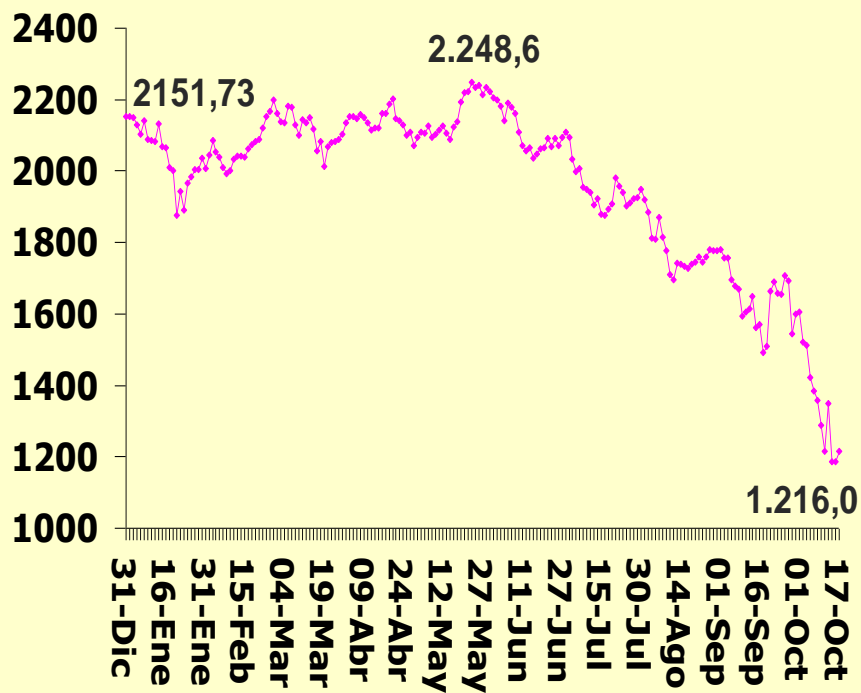


## Riesgo País de Brasil (Puntos Básicos)

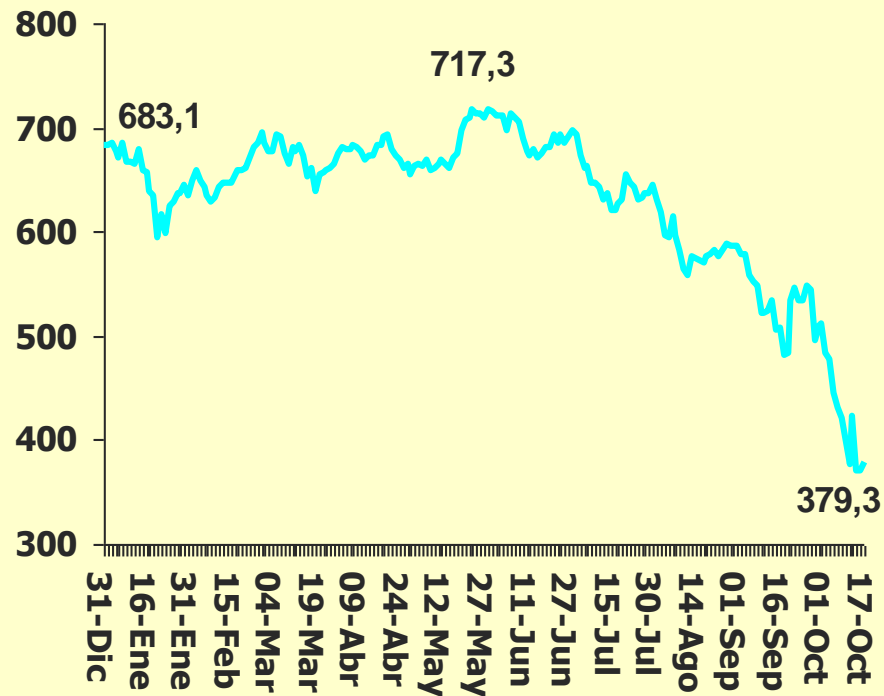


# Impactos del Cambio en el Contexto Externo.

## Merval en Pesos



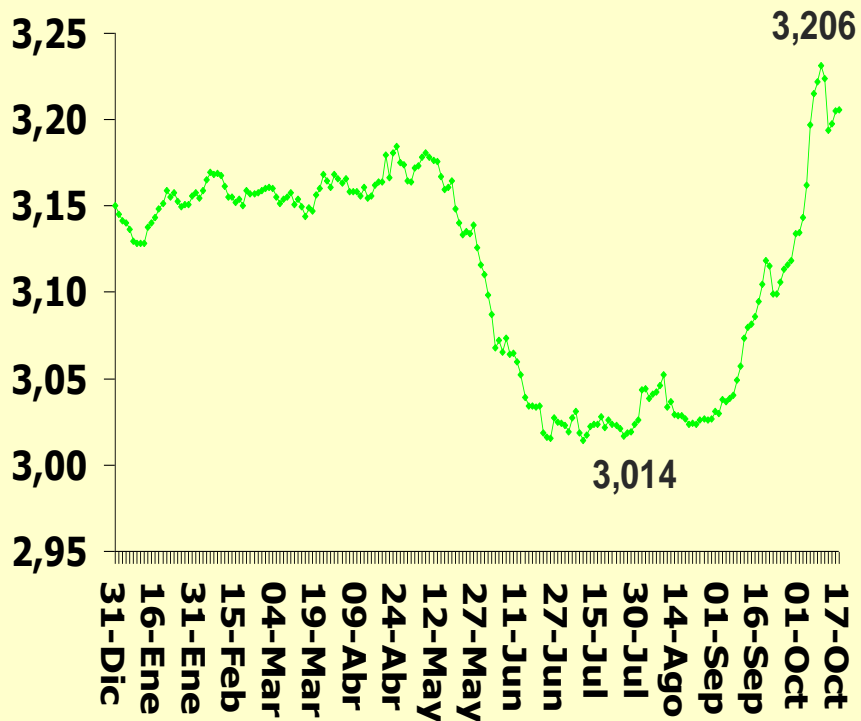
## Merval en US\$



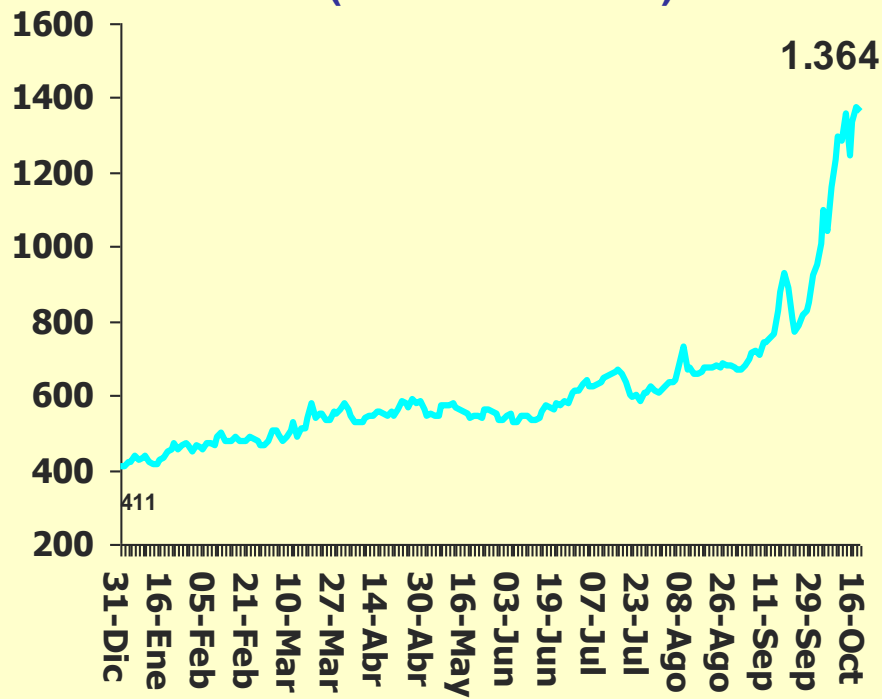


# Impactos del Cambio en el Contexto Externo.

## Pesos Argentinos por US\$

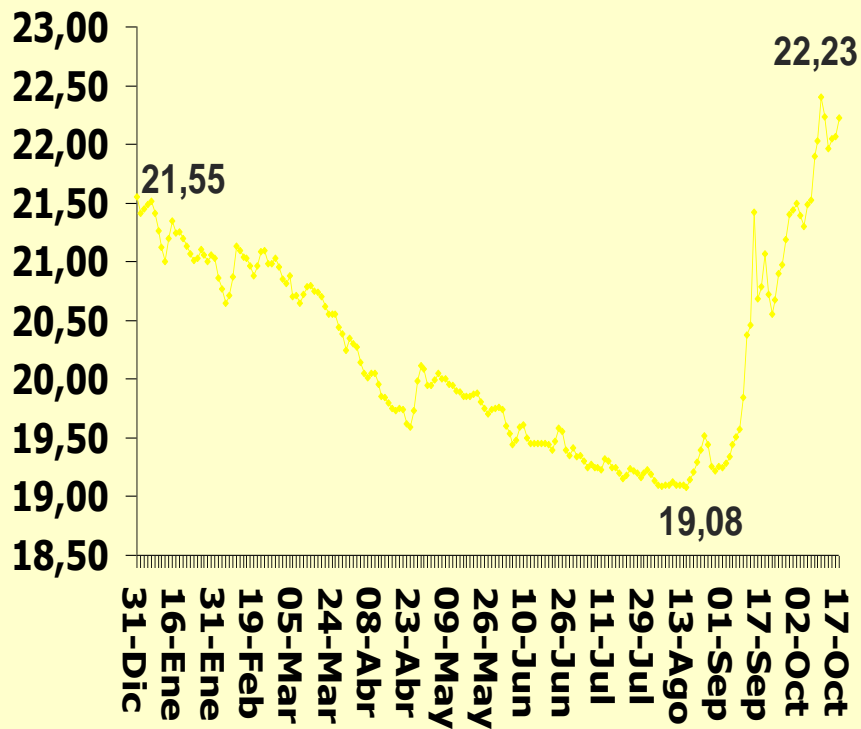


## Riesgo País de Argentina (Puntos Básicos)

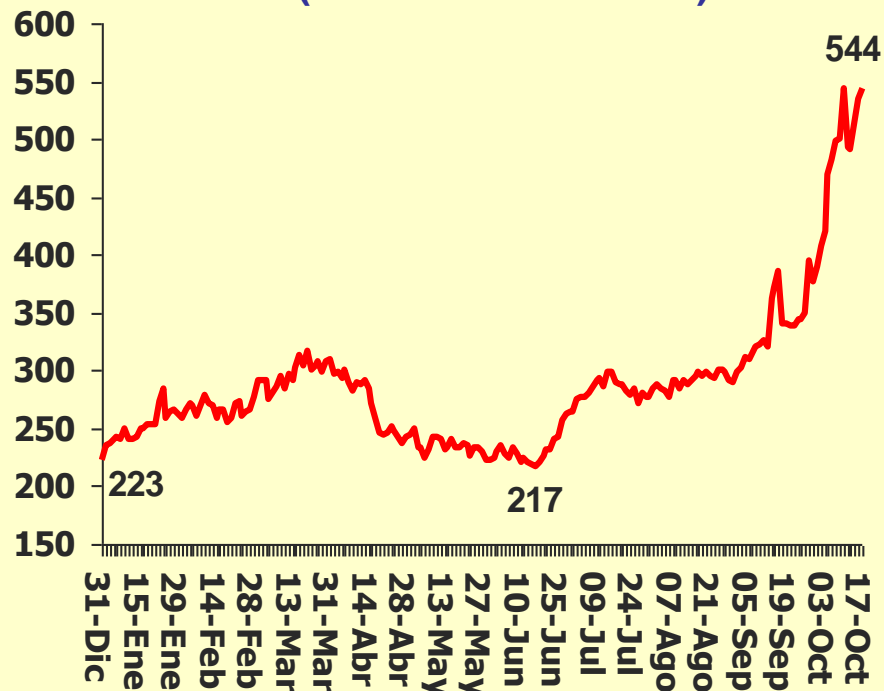


# Impactos del Cambio en el Contexto Externo.

## Pesos Uruguayos por US\$



## Riesgo País de Uruguay (Índice UBI R. AFAP)



# Impactos Potenciales del Cambio en el Contexto Externo

Desde el punto de vista económico, en los próximos meses hay que anticipar:

- i.** Fuerte desaceleración en el ritmo de crecimiento económico.
- ii.** Aumento del desempleo y moderación de los incrementos de salarios reales.
- iii.** Deterioro de los balances comerciales y del saldo de la cuenta corriente.
- iv.** Ampliación del déficit fiscal.
- v.** Caídas de los precios de la región medidos en dólares.

# ¿Estamos Preparados para Enfrentar la Crisis?

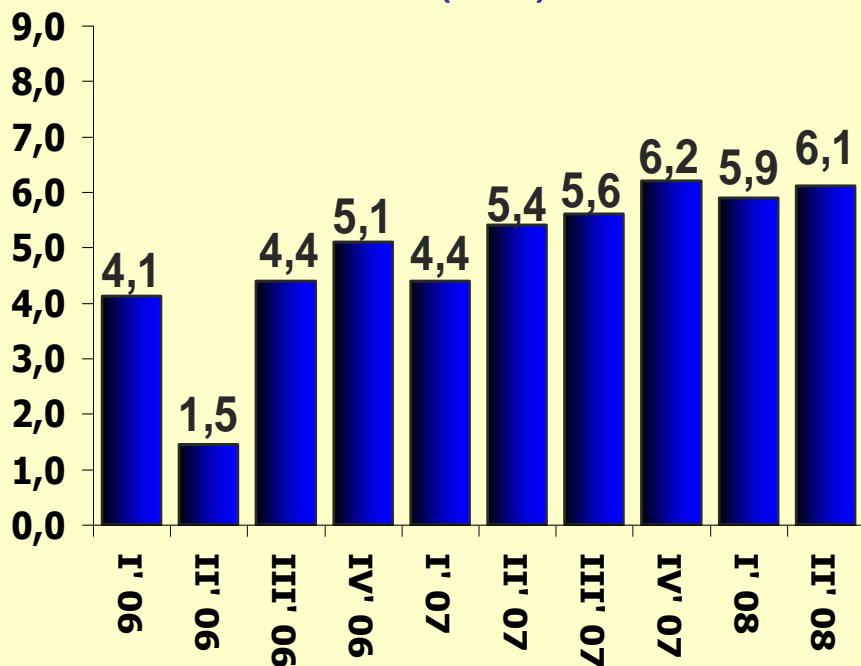
Aunque los países de la región y Uruguay están mucho mejor preparados para enfrentar los efectos negativos de la crisis internacional, en comparación a la situación que se vivía por ejemplo en la crisis asiática de 1997, o la crisis rusa de 1998, o durante la recesión del año 2001, de todas formas subsisten algunas vulnerabilidades que pueden complicar la situación, en caso de que la crisis externa se prolongue en el tiempo.

En términos generales, Brasil aparece como el país con una posición más sólida, al tiempo Argentina presenta las mayores vulnerabilidades.

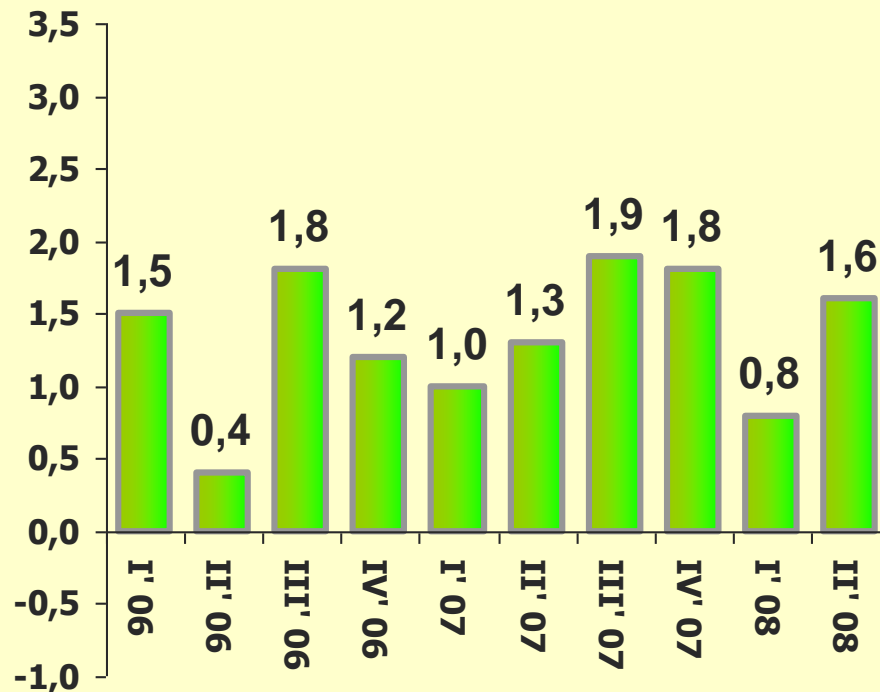
Uruguay por su parte, si bien tiene despejado el horizonte financiero hasta el 2010, recibirá el doble impacto negativo de la región y del mundo sobre su nivel de actividad, sin que exista mucho margen por el lado de la política fiscal ni monetaria.

# ¿Estamos Preparados para Enfrentar la Crisis?

Variación Interanual del PBI en Brasil  
(en %)

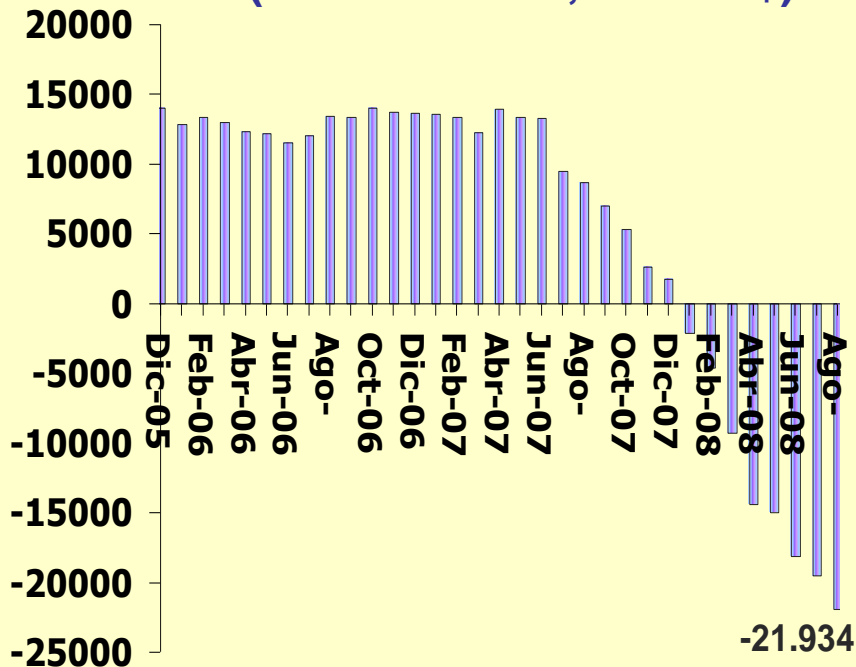


Variación Trimestral del PBI en Brasil  
(Datos desestacionalizados, en %)

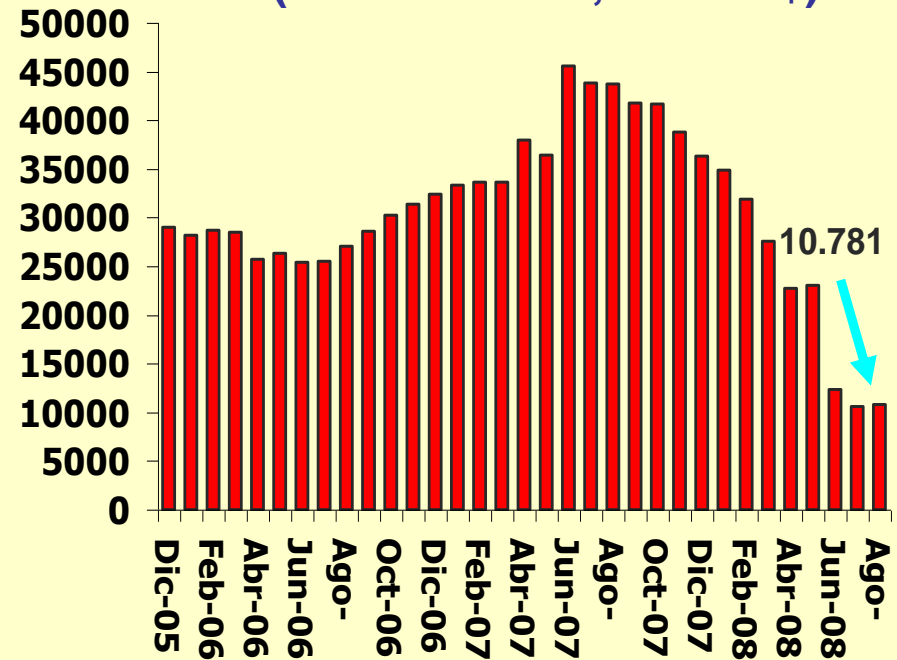


# ¿Estamos Preparados para Enfrentar la Crisis?

Saldo de la Cuenta Corriente en Brasil  
(Ac. 12 meses, MM US\$)

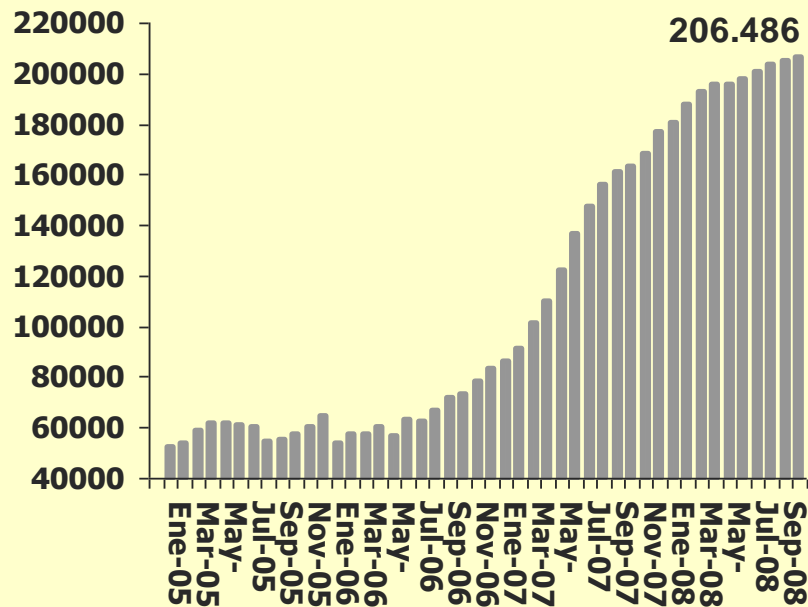


Saldo del Balance Básico en Brasil  
(Ac. 12 meses, MM US\$)

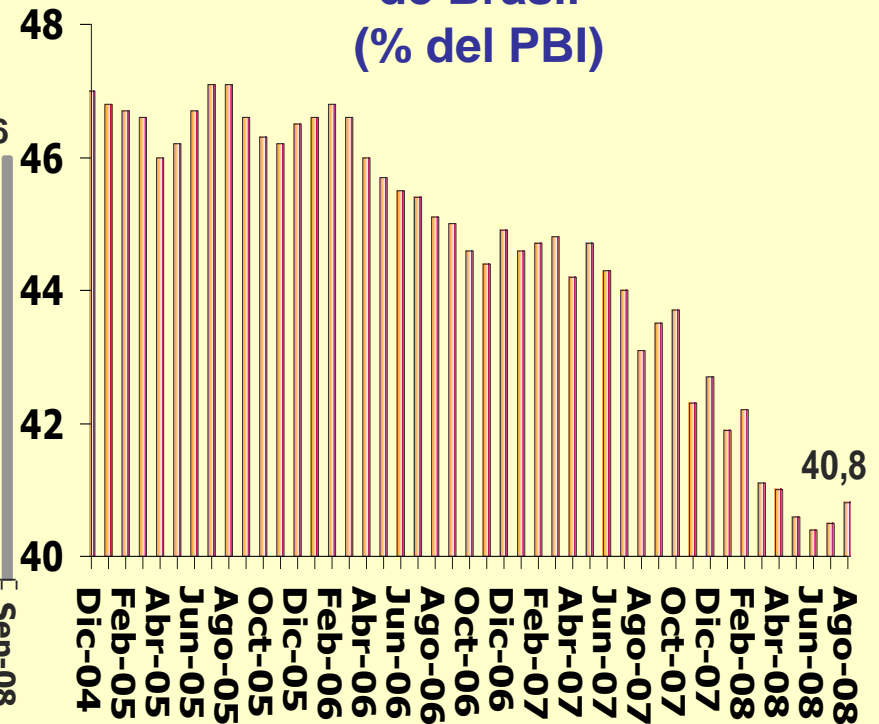


# ¿Estamos Preparados para Enfrentar la Crisis?

## Reservas Internacionales de Brasil (MM US\$)

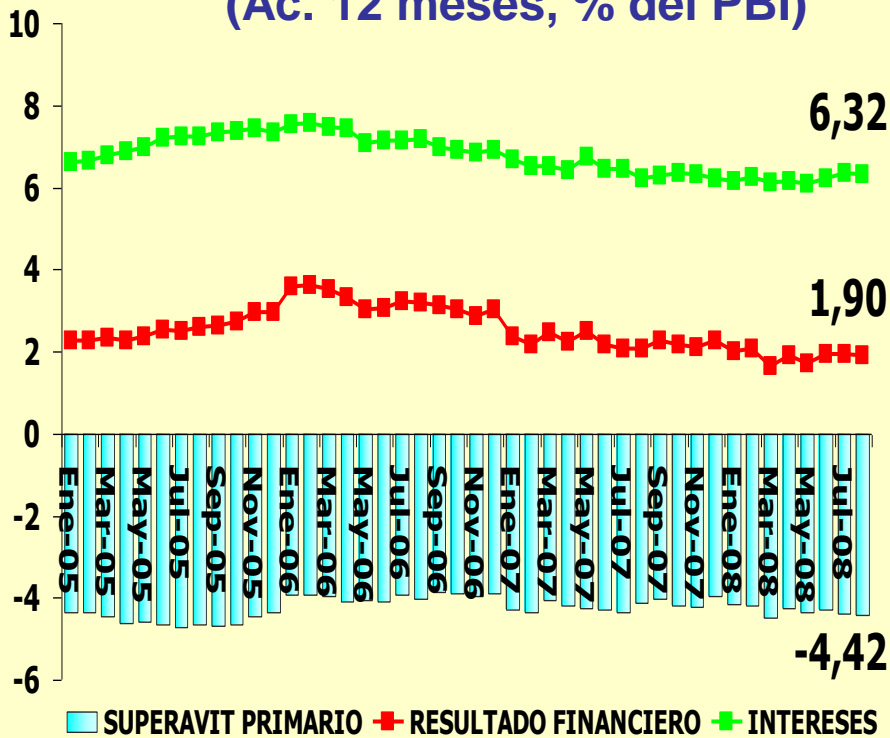


## Deuda Líquida Total del SP de Brasil (% del PBI)

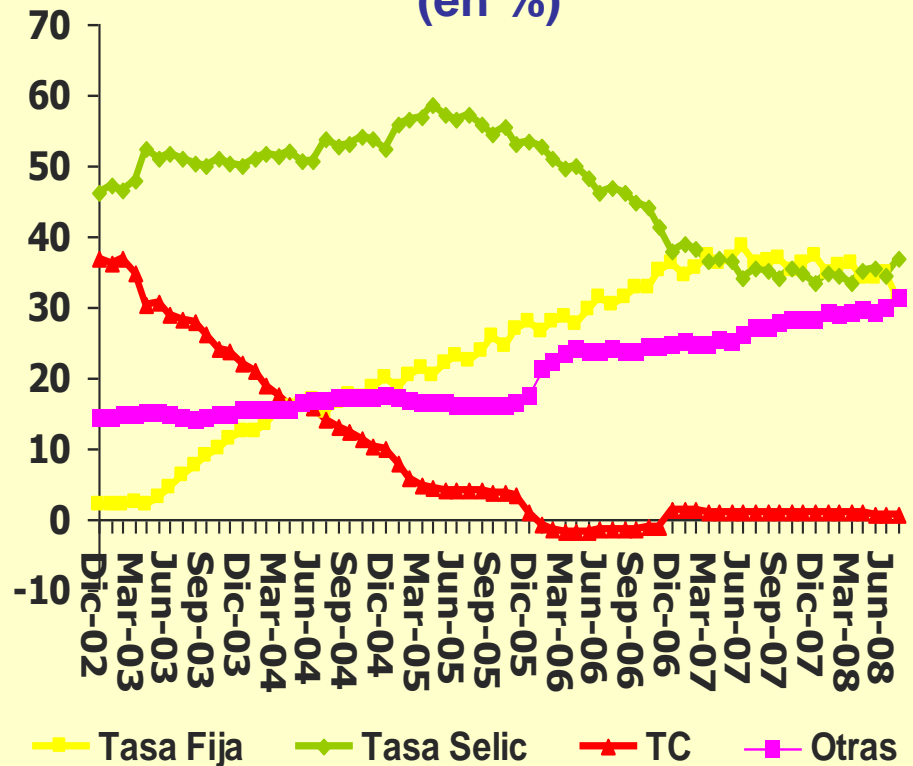


# ¿Estamos Preparados para Enfrentar la Crisis?

Resultado del SPNF de Brasil  
(Ac. 12 meses, % del PBI)



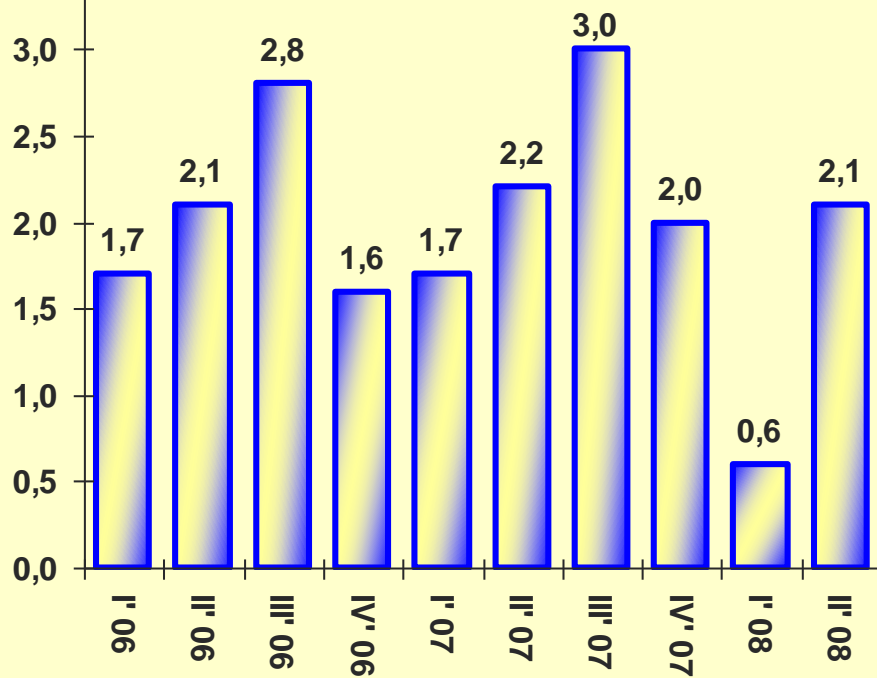
Estructura Deuda Pública Brasileira  
(en %)



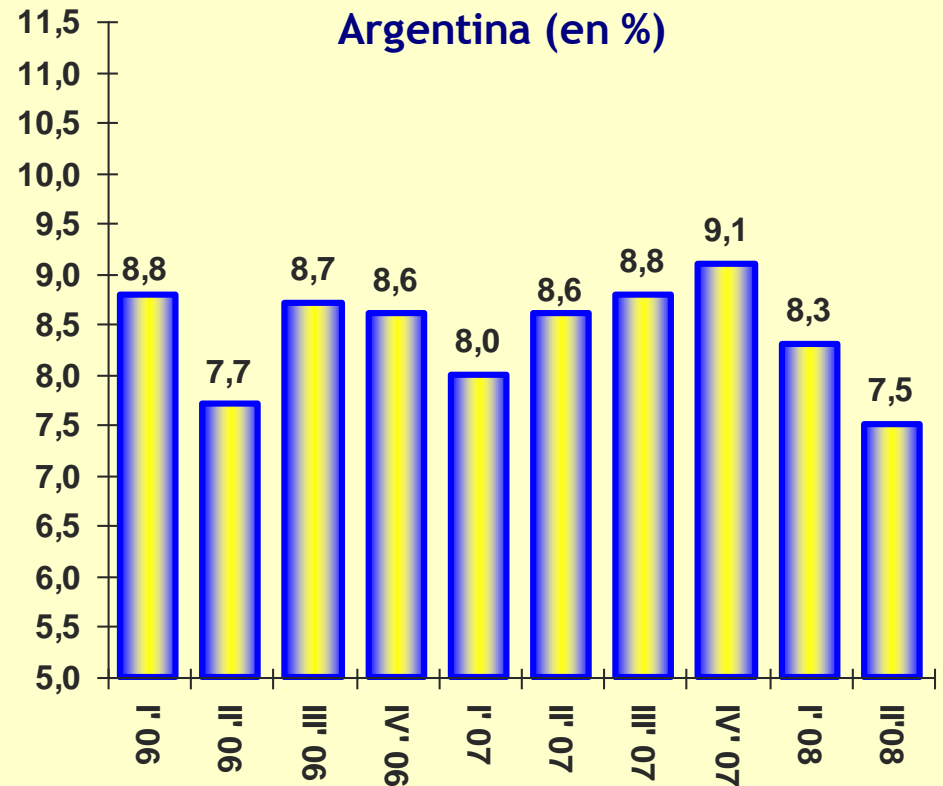


# ¿Estamos Preparados para Enfrentar la Crisis?

Variación Trimestral del PBI en Argentina  
(Datos desestacionalizados, en %)

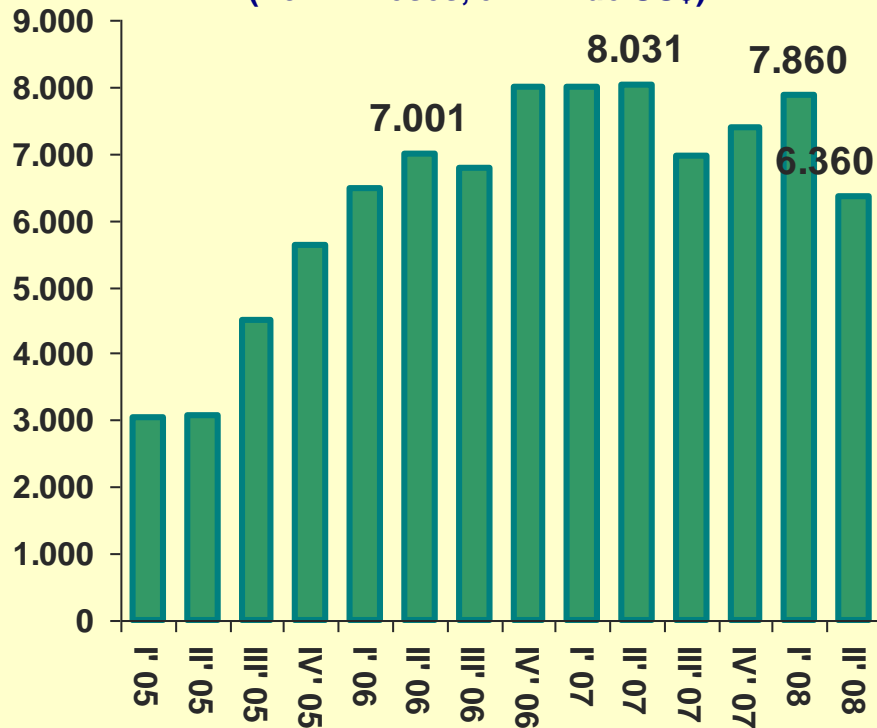


Variación Interanual del PBI de Argentina (en %)

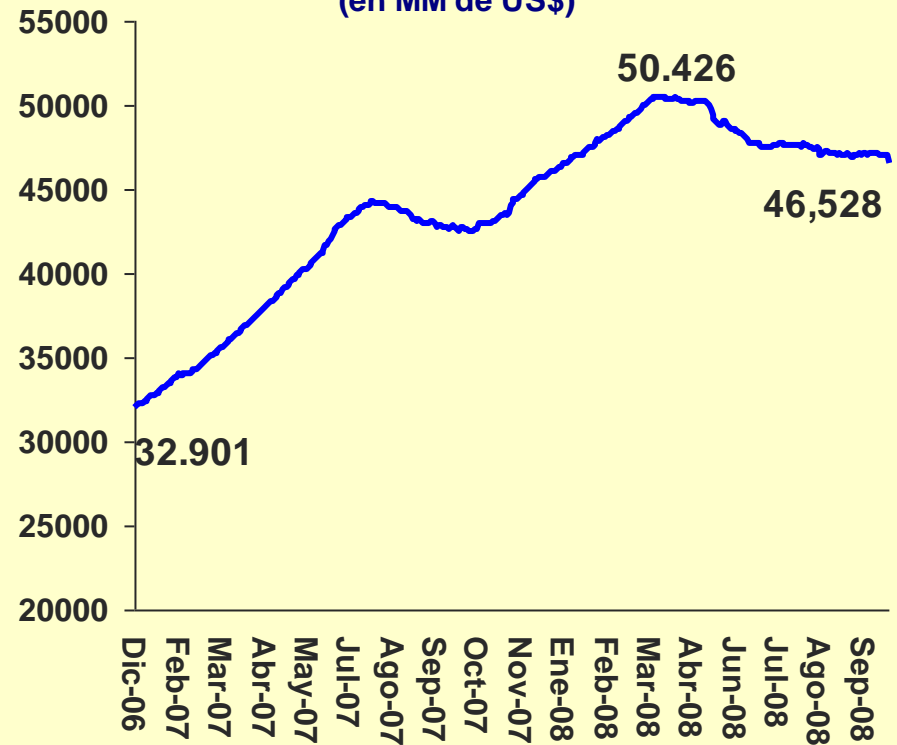


# ¿Estamos Preparados para Enfrentar la Crisis?

Saldo de la Cuenta Corriente de Argentina  
(Ac. 12 meses, en MM de US\$)

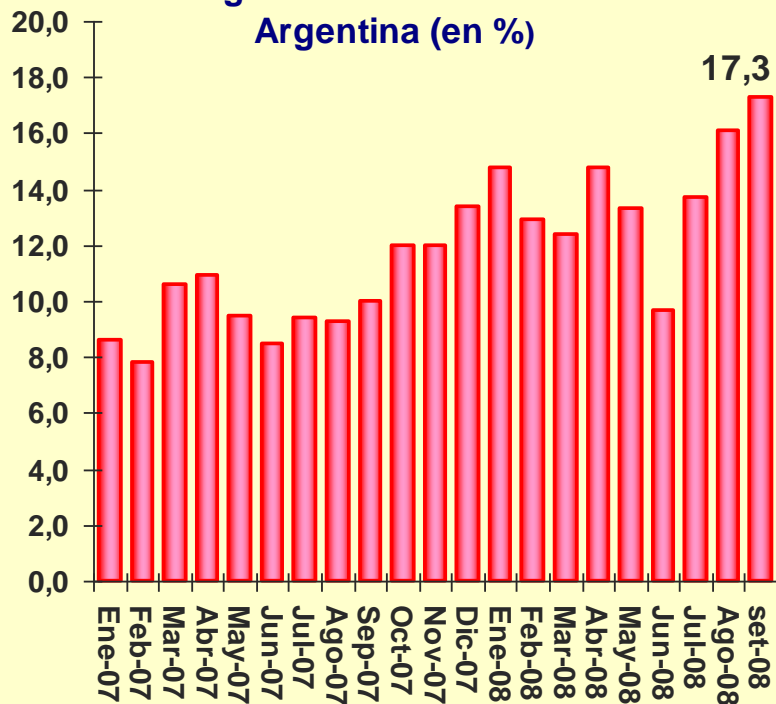


Reservas Internacionales de Argentina  
(en MM de US\$)

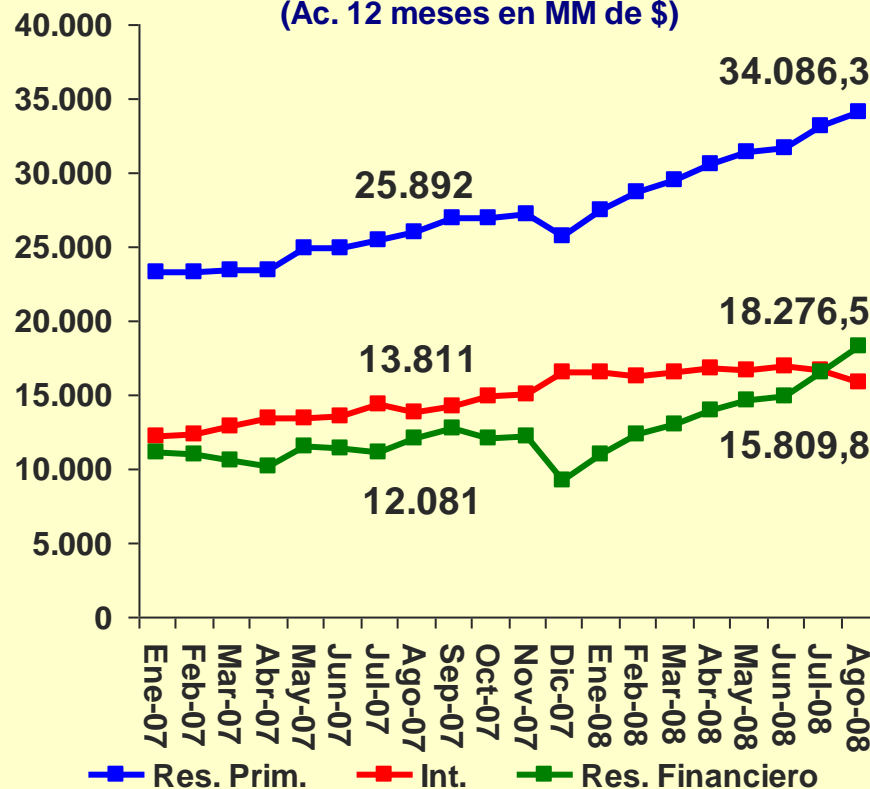


# ¿Estamos Preparados para Enfrentar la Crisis?

Participación de la Retenciones en los ingresos fiscales totales de Argentina (en %)

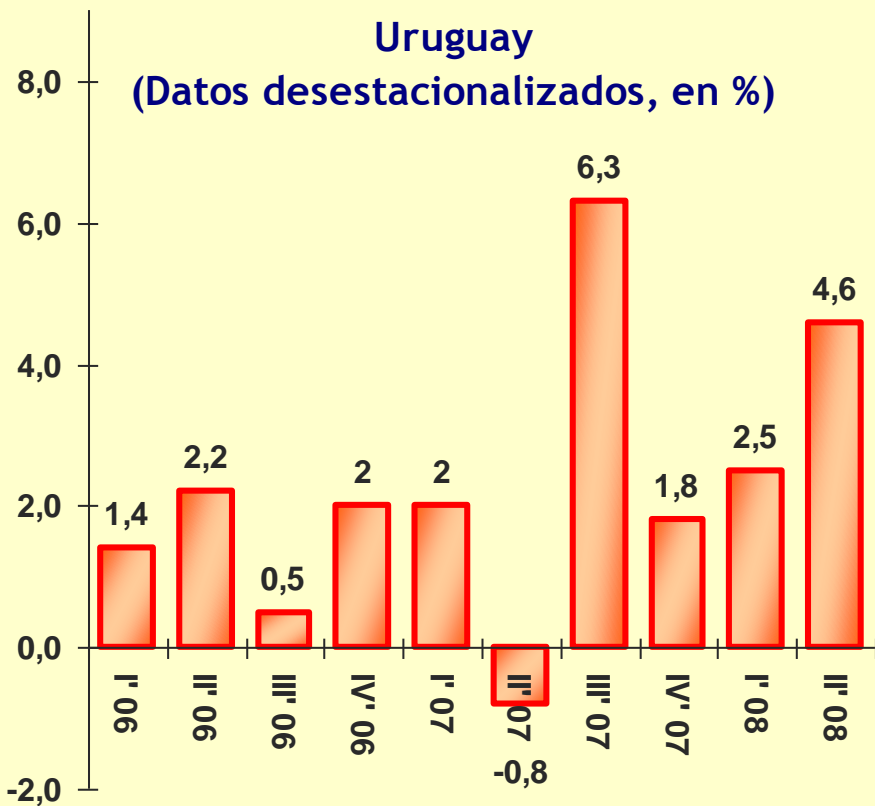


Resultado del Sector Público de Argentina (Ac. 12 meses en MM de \$)

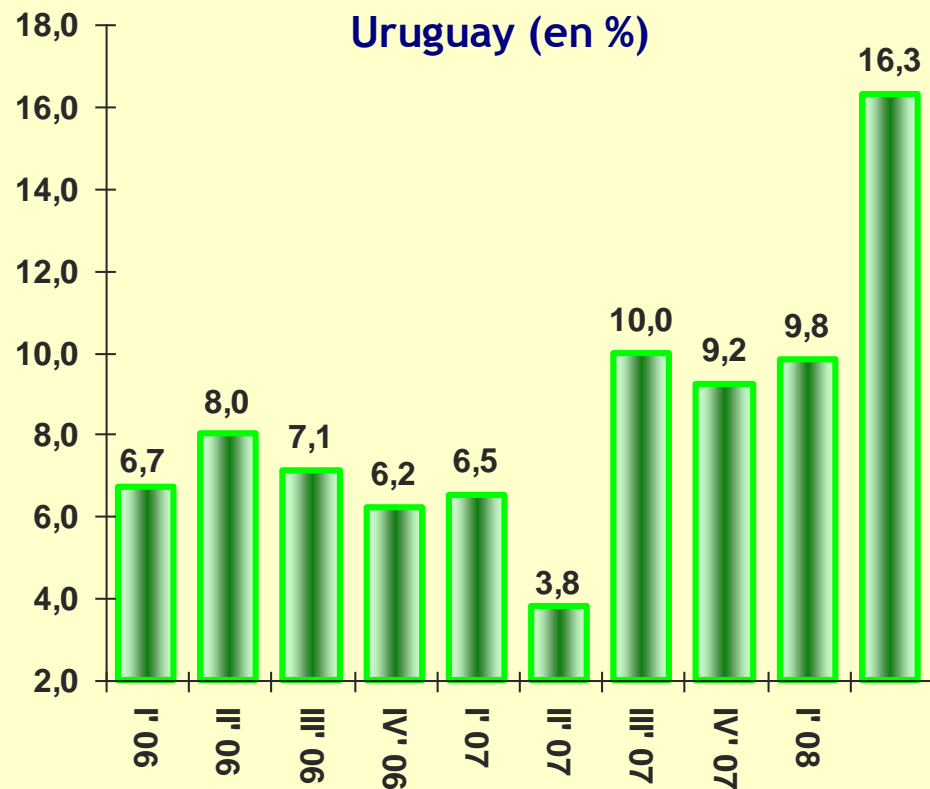


# ¿Estamos Preparados para Enfrentar la Crisis?

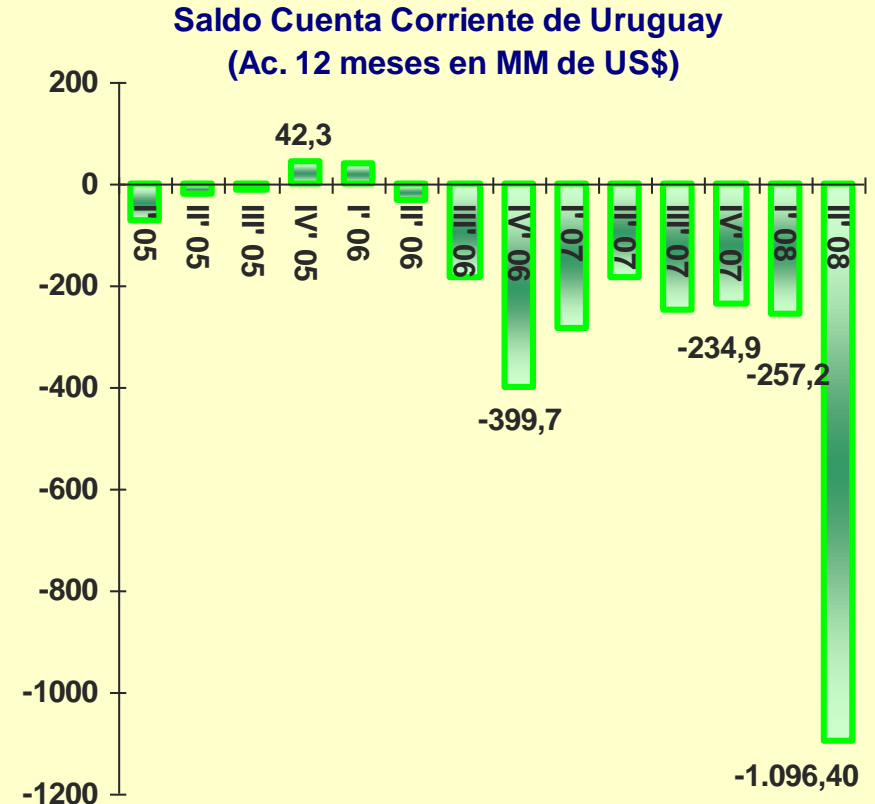
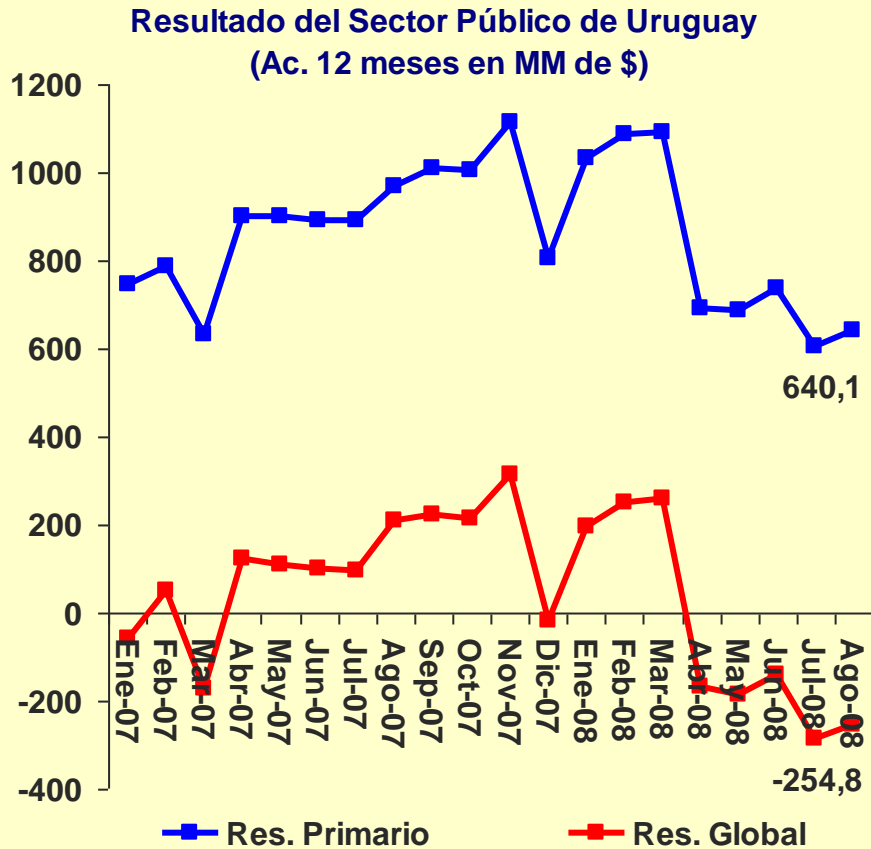
Variación Trimestral del PBI de Uruguay  
(Datos desestacionalizados, en %)



Variación Interanual del PBI en Uruguay (en %)



# ¿Estamos Preparados para Enfrentar la Crisis?



# **La Crisis Financiera y los Mercados Emergentes.**

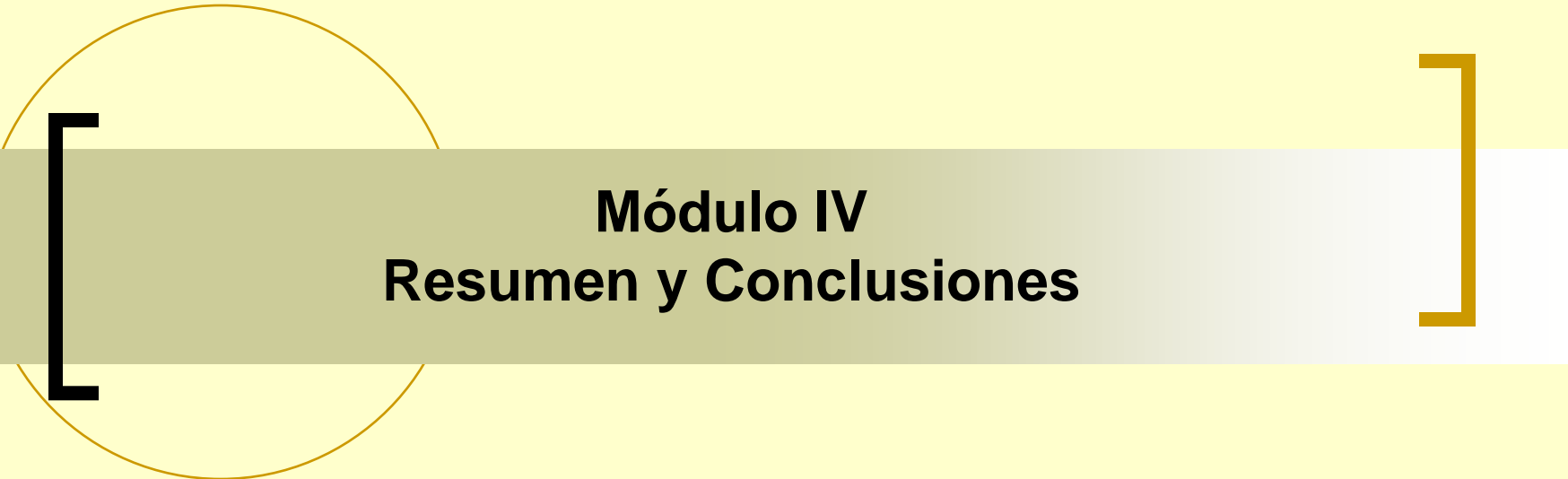
**A modo de resumen, podemos señalar que la crisis financiera afectará a los países emergentes por diversas vías, tales como:**

- i. Caída de los precios de los commodities.**
- ii. Reducción de los ingresos fiscales por menor crecimiento.**
- iii. Disminución del ingreso de remesas desde el exterior.**
- iv. Menor acceso al financiamiento externo, y mayor costo del mismo.**
- v. Caída en los ingresos por turismo.**
- vi. Reducción de la inversión extranjera directa.**

# **La Crisis Financiera y los Mercados Emergentes.**

**En sentido positivo, en general la mayoría de los países emergentes están mejor preparados que en el pasado para enfrentar los efectos negativos de la crisis, debido a que en la actualidad muestran:**

- i. Altos niveles de reservas internacionales.**
- ii. Políticas monetarias más sensatas.**
- iii. Mejor situación fiscal.**
- iv. Mayor flexibilidad cambiaria.**



# **Módulo IV**

## **Resumen y Conclusiones**

Prof. Dr. Ricardo Pascale

Nota: Estas notas son para utilizarse como una guía para una exposición oral, no son, por tanto, un registro completo de la discusión.



# [ Resumen y Conclusiones ]

- No vemos un escenario de Gran Depresión como salida de la actual crisis.
- La inflación no parece ser un problema en el corto plazo
- Mayor activismo en los problemas económicos del G-7
- Mercado de crédito se irá globalizando gradualmente.

# [ Resumen y Conclusiones ]

- Dólar americano, muy probablemente continuará fortaleciéndose
- Los precios de los commodities encontrarán su nuevo equilibrio en los próximos meses
- La volatilidad en los mercados financieros seguirá siendo alta en el corto plazo

# [ Resumen y Conclusiones ]

- Para la región este nuevo contexto económico y financiero internacional implicará significativa desaceleración del crecimiento y menos niveles de precios en U\$s
- Este escenario se inserta en estos países encontrándolos con mejores fundamentos que en anteriores crisis.