



CÁMARA ARGENTINA DE CASAS Y **AGENCIAS DE CAMBIO**

El escenario internacional, funcionamiento y perspectivas

21 de Noviembre 2006

M&S Consultores
Leandro N. Alem 690, Piso 15
(1002) Buenos Aires

Tel: (5411) 4312-1908
Fax: (5411) 4313-3834
e-mail: estudio@mysconsultores.com

Hoja de ruta

Introducción

- 1) **El mundo en perspectiva: cómo lo vemos**
- 2) **Los fundamentos de la economía mundial**
 - EE.UU.
 - Europa
 - China
 - Commodities
- 3) **El lubricante : las tasas de interés**
- 4) **Corolarios del ciclo: derivaciones a los mercados financieros**
 - Flujos de capitales
 - Desequilibrios externos
- 5) **Futuro y perspectivas: un buen punto de partida para los fundamentos y el lubricante**
- 6) **Condiciones para que la región siga aprovechando el mundo**

1) EL MUNDO EN PERSPECTIVA: CÓMO LO VEMOS

a) 1994 – 2006 es ciclo positivo mundial más largo, de mayor crecimiento y de menor inflación

*Sobre una muestra de 180 países
(en var % promedio anual)*

		PBI	Inflación
1969-1980	12 años: fue un ciclo largo de buen crecimiento pero con inflación	4.0	10.0
1981-1993	13 años: fue un ciclo largo con volatilidad, crecimiento bajo y altísima inflación	3.0	20.0
1994-2006	13 años: es el ciclo más largo y de mayor de crecimiento y con inflación baja y declinante	4.2	6.5

Fuente: M&S Consultores en base a BIS, FMI y bancos centrales

El ciclo 1994-2006 por dentro

No fue homogéneo. Hay tres períodos bien diferenciados

Crecimiento e inflación mundial

Sobre una muestra de 180 países (en var % anual)

	Primer sub-ciclo				Segundo sub-ciclo				Tercer sub-ciclo					
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 p	2007 p
Crecimiento	3.9	3.7	4.1	4.2	2.8	3.7	4.9	2.6	3.1	4.1	5.3	4.9	5.1	5
Inflación	27.9	14.5	8.5	5.9	5.4	5	4.2	4.0	3.4	3.6	3.7	3.7	3.8	3.6

Fuente: M&S Consultores en base a BIS, FMI y bancos centrales

- **1994 - 1997:** (la salida del ciclo de bajo crecimiento con inflación de los `80): **buen crecimiento, inflación moderada y orden financiero** (bajas tasas de interés, liquidez, crédito y los flujos de capitales)
- **1998 - 2002:** **crecimiento aplacado con desorden financiero** (crisis asiática, rusa, devaluación brasileña, colapso en los mercados de acciones en EE.UU. y los atentados de 2001 en EE.UU)
- **2003 - 2006:** **crecimiento récord y difundido, la inflación más baja de la historia y orden financiero.** Acá estamos ahora y **sus fundamentos todavía lucen intactos**

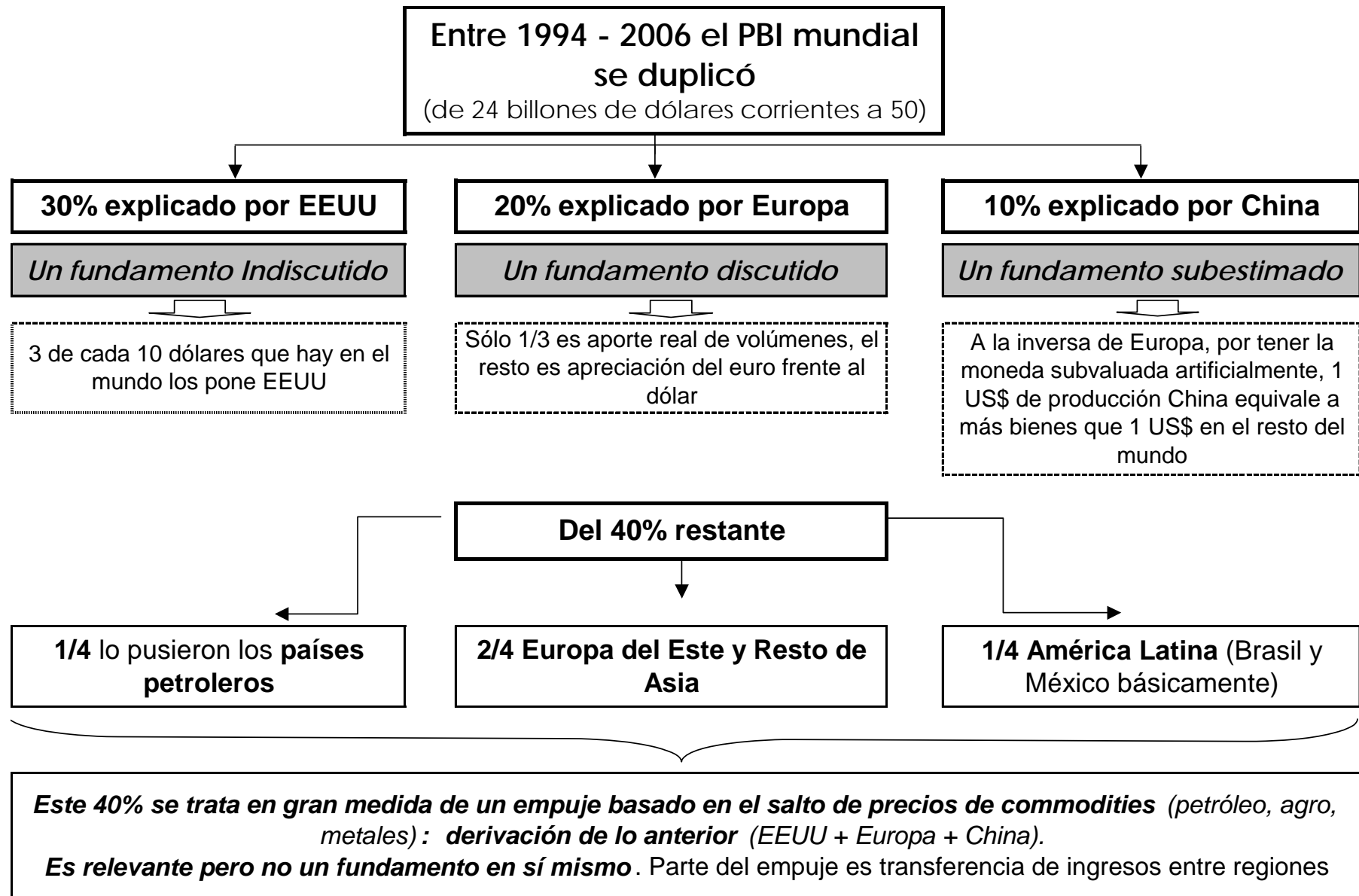
b) Hoy lo raro es encontrar países que no crezcan o con tasas de inflación elevadas

Entre 2003 y 2006, de 180 países:

	CRECIMIENTO <i>(% promedio 03-06)</i>	INFLACIÓN <i>(promedio 03-06)</i>	
		Menor a un dígito	Las excepciones de dos dígitos
⇒ 10 crecieron a más del 10% promedio por año con inflación del 6%	12.0	9 / 10 (ej.: China y varios petroleros)	Sólo Afganistán (14%)
⇒ 25 crecieron entre 7% y 9% con inflación del 8%	8.0	20 / 25 (ej.: India, Kuwait, Lituania, Ucrania)	5 países: (Venezuela, Nigeria, Turquía, Rusia, Argentina)
⇒ 60 crecieron entre 5% y 7% con inflación del 6%	5.5	51 / 60 (ej.: Uruguay, Chile, Irlanda, Perú)	9: (Zambia, Uzbekistán, Ghana, Irán, Surinam, Serbia, Congo, Moldavia, Kenia)
⇒ 40 crecieron entre 3% y 5% con inflación del 5%	3.7	37 / 40 (ej.: Taiwán, Corea, México, Polonia)	3: (R. Dominicana, N. Guinea, Yemen)
⇒ 40 crecieron entre 0% y 3% con inflación del 4%	2.0	37 / 40 (ej.: Brasil, Japón, europeos)	3: (Haití, Jamaica, Tonga)
⇒ 5 dieron retroceso en el PBI	-3.0	4 / 5 (ej.: Liberia, Timor Leste, Kiribati)	La única excepción fue Zimbawe

Fuente: M&S Consultores en base a BIS, WB, FMI y bancos centrales

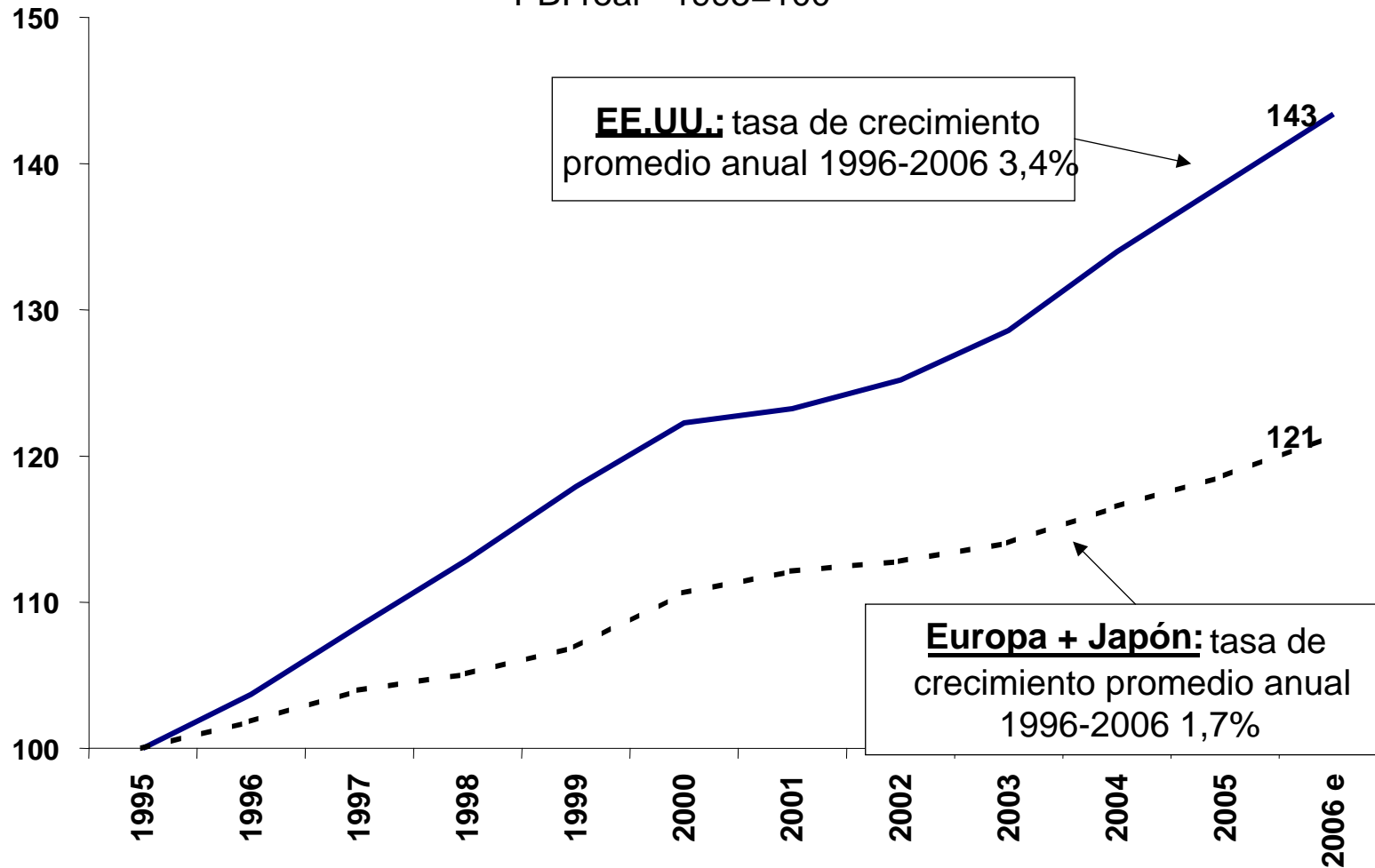
2) LOS FUNDAMENTOS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL



PRIMER FUNDAMENTO INDISCUTIDO: EE.UU.

EE.UU. ES LA ECONOMÍA MÁS SÓLIDA. EN LOS ÚLTIMOS DIEZ AÑOS CERCÍO AL DOBLE QUE EUROPA Y JAPÓN

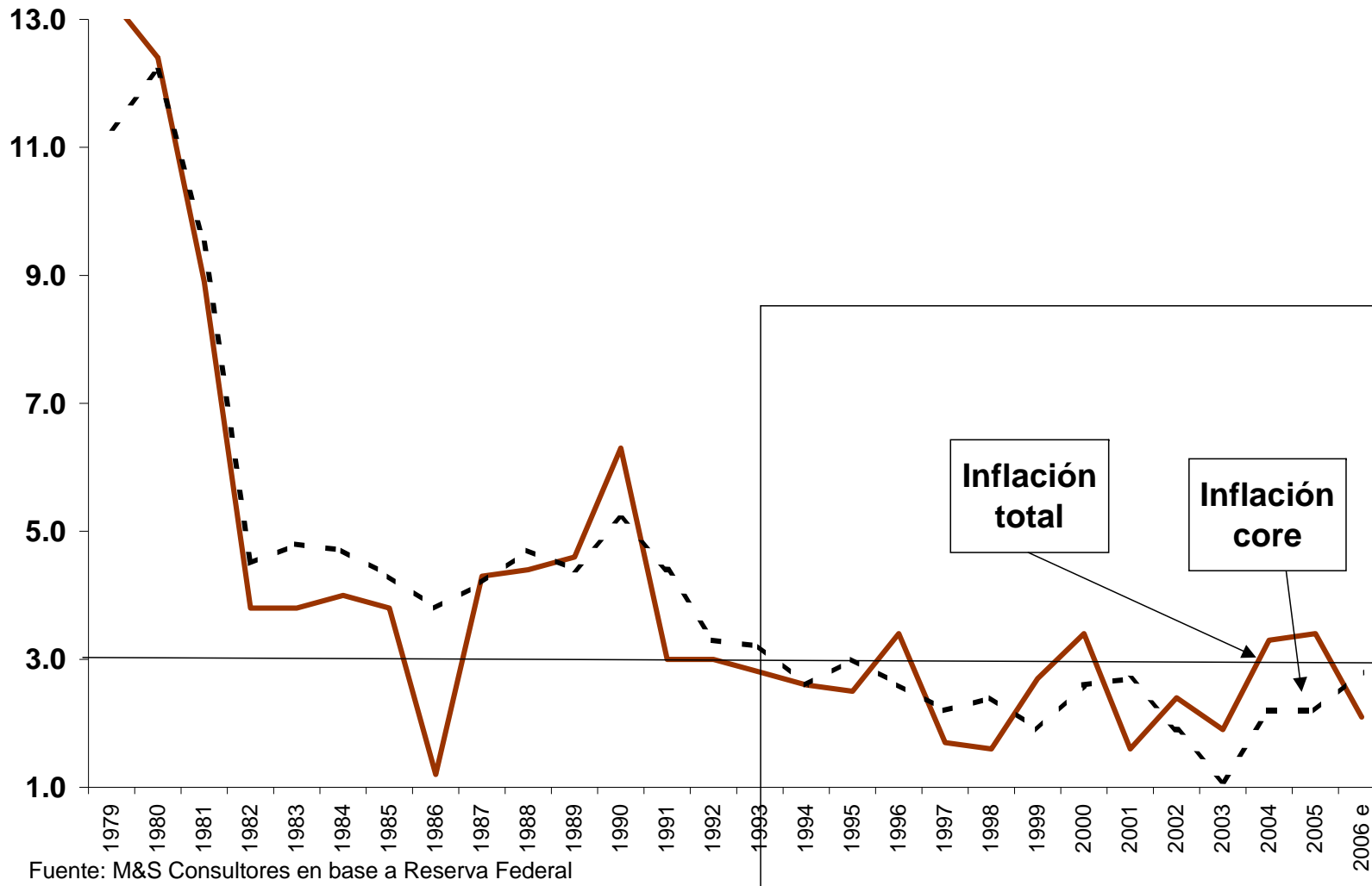
PBI real - 1995=100



Fuente: M&S Consultores en base a BIS, FMI y Reserva Federal

Y CON LA MAYOR ESTABILIDAD DE PRECIOS DE LA HISTORIA. AUN CON SHOCK PETROLERO MEDIANTE

Desde 1993 que la inflación core (medida que excluye energía y alimentos) no supera el 3% anual. Está "desacoplada" de los shocks petroleros como históricamente fue

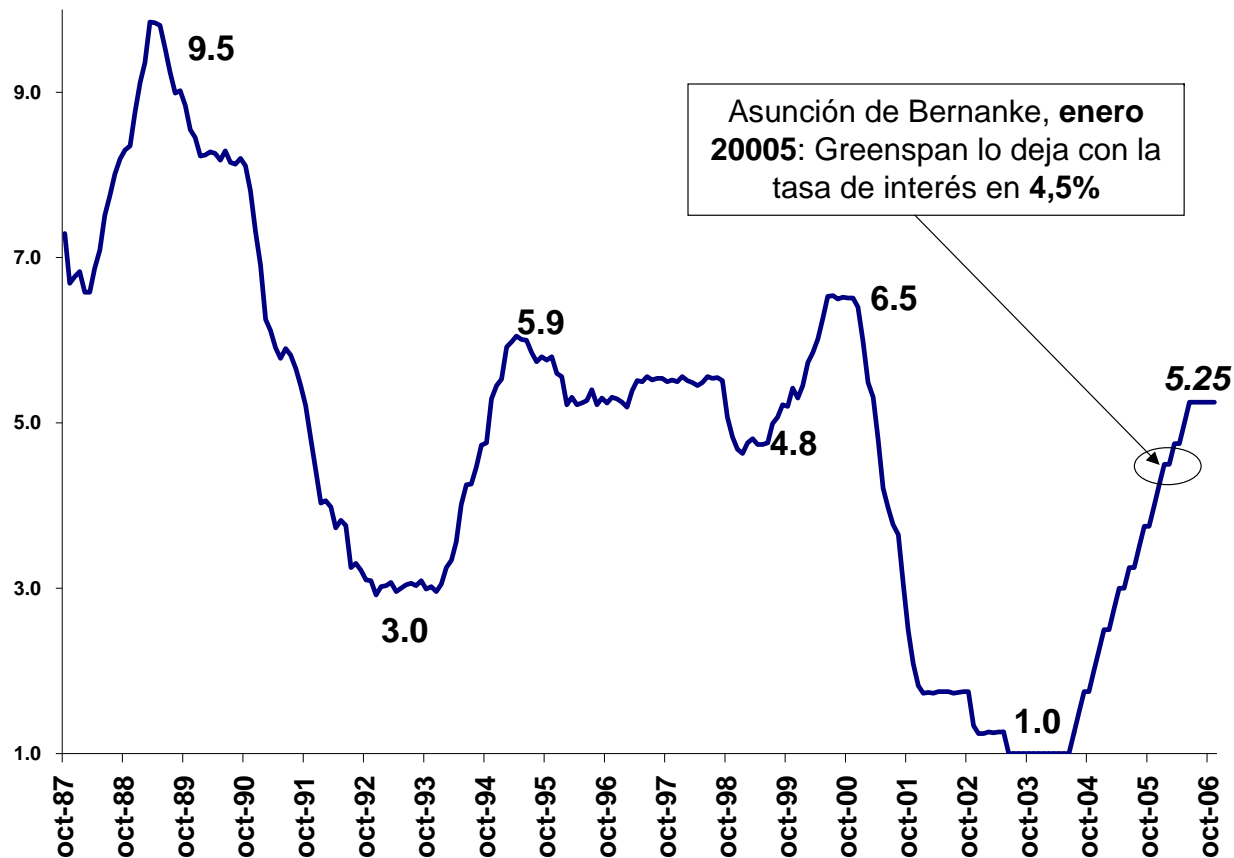


Fuente: M&S Consultores en base a Reserva Federal

LA POLÍTICA MONETARIA DE GREENSPAN (AHORA DE BERNANKE) FUE EL ANCLA CENTRAL

- A fuerza de ganar batallas la Reserva Federal ha construido una reputación a prueba de shocks
- Hoy, con la reputación ganada y una economía equilibrada, se dedica a hacer **"fine tuning"** manteniendo las expectativas inflacionarias contenidas

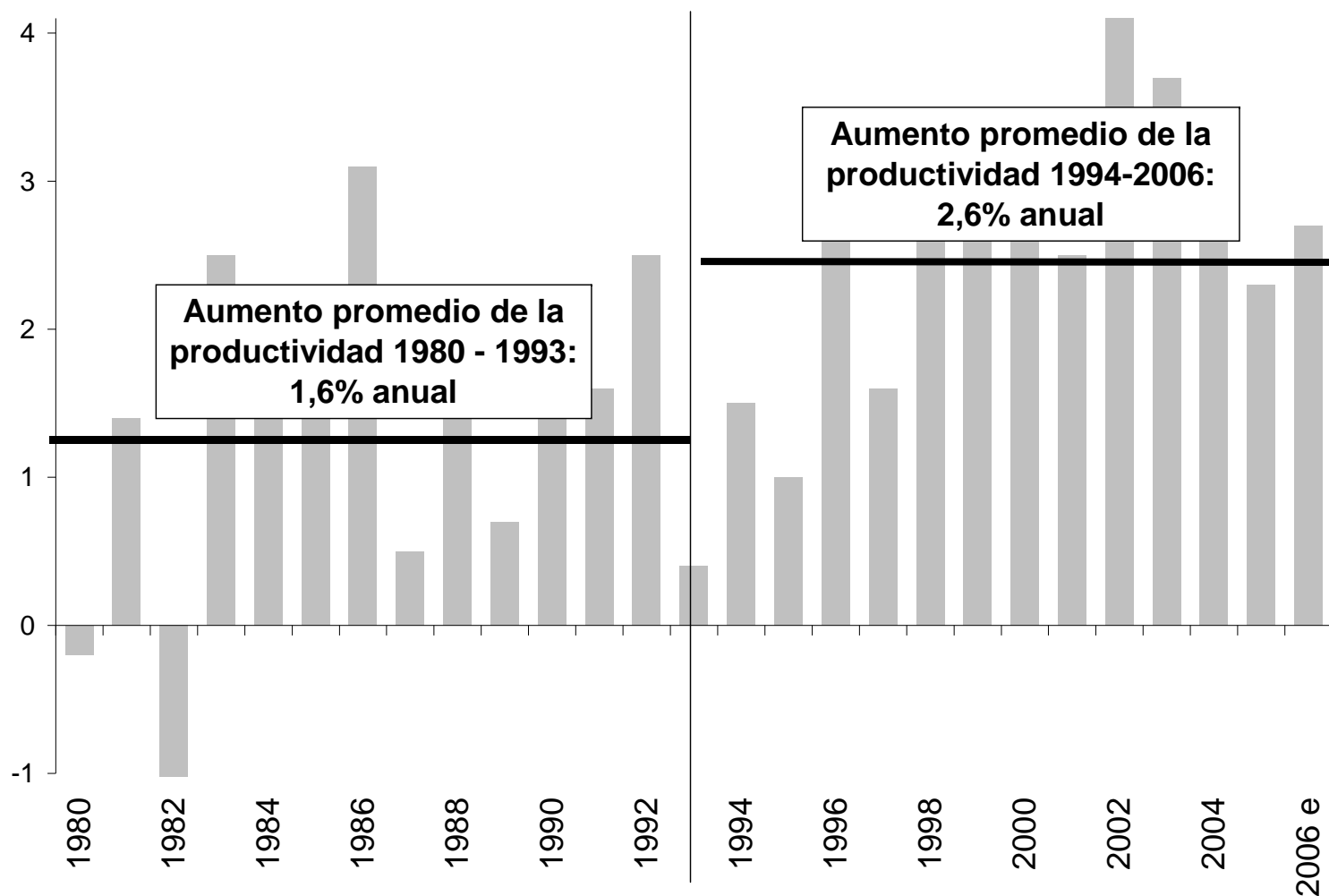
Tasa de fed funds nominal (%) período Greenspan - Bernanke



Fuente: M&S Consultores en base a Reserva Federal

Y EL SALTO DE LA PRODUCTIVIDAD UN ALIADO CLAVE PARA CRECER CON BAJA INFLACIÓN

Tasa de crecimiento anual de la productividad (%) (PBI / empleo)



Fuente: M&S Consultores en base a Reserva Federal

SEGUNDO FUNDAMENTO: EUROPA

En el actual ciclo positivo (1994-2006) el aporte de Europa fue positivo pero no “definió” la partida

Transitó por dos sub períodos diferentes:

- Hasta el año 2000 mostró tasas de crecimiento “altas” para los estándares europeos (2,7% anual) con un euro depreciado (cotizaba en torno a 0.9 dólares por euro)
- Desde el año 2000 que muestra un ritmo de crecimiento anormalmente bajo (1,5% anual) pero que coinciden con una **fuerte revalorización del tipo de cambio**, que ayudó a que Europa termine sumando al crecimiento mundial

A futuro es clave: por tamaño (25% del PBI mundial) y baja volatilidad, le pone un piso a la demanda mundial

	1994 - 2000	2001 - 2006	1994 - 2006
	Crecimiento "alto" con euro débil	Crecimiento bajo con euro fuerte	
Eurozona	2.7	1.5	2.1
Alemania	2.0	0.9	1.5
Francia	2.4	1.6	2.0
Italia	2.1	0.8	1.5
Países Bajos	3.5	1.4	2.5
España	3.8	3.2	3.5

TERCER FUNDAMENTO: CHINA

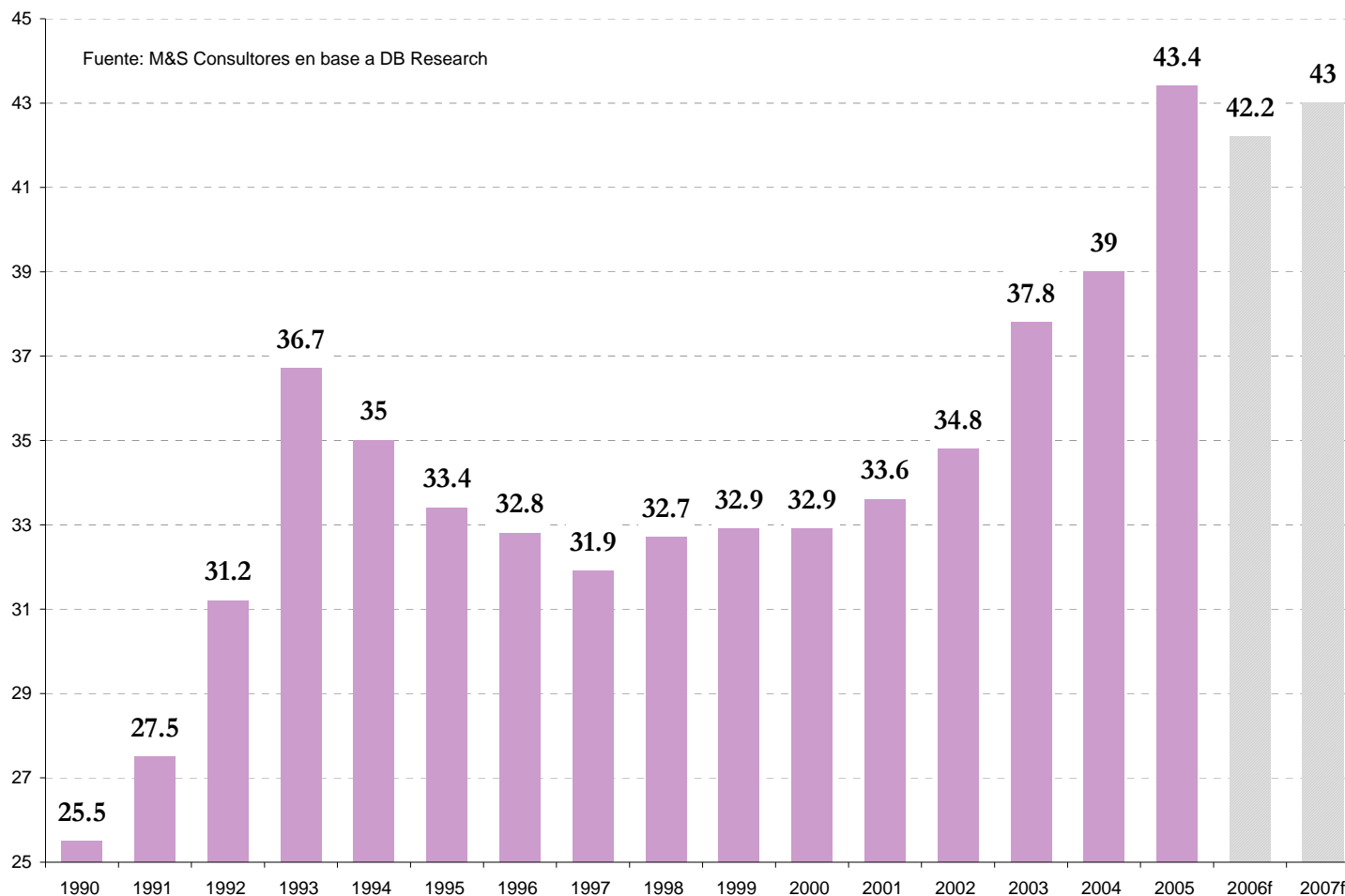
- El crecimiento económico de China como fenómeno **no es algo nuevo**: desde comienzos de los `70 viene creciendo a una tasa promedio pareja en torno al 9% anual
- Sí desde comienzos de los `90 su peso en la economía mundial comenzó a ser relevante: 3% en 1980; 6% en 1990; 12% en 2000 y 16% en 2006
- Hoy ya **está dentro de los factores que “definen”**, aunque todavía **muy dependiente del resto** de las economías desarrolladas por su perfil netamente exportador de manufacturas

	Crecimiento del PBI (%)	Inflación (%)	Peso en la economía mundial (%)
1970-1980	7.2	1.6	3.4
1981-1990	9.3	7.2	4.9
1991-2000	10.4	7.5	9.4
2001	8.3	0.7	12.5
2002	9.1	-0.8	13.2
2003	10.0	1.2	14.0
2004	10.1	3.9	14.7
2005	10.2	1.8	15.4
2006 e	10.0	1.5	16.1

Fuente: M&S Consultores en base a FMI y Bancos Central de China

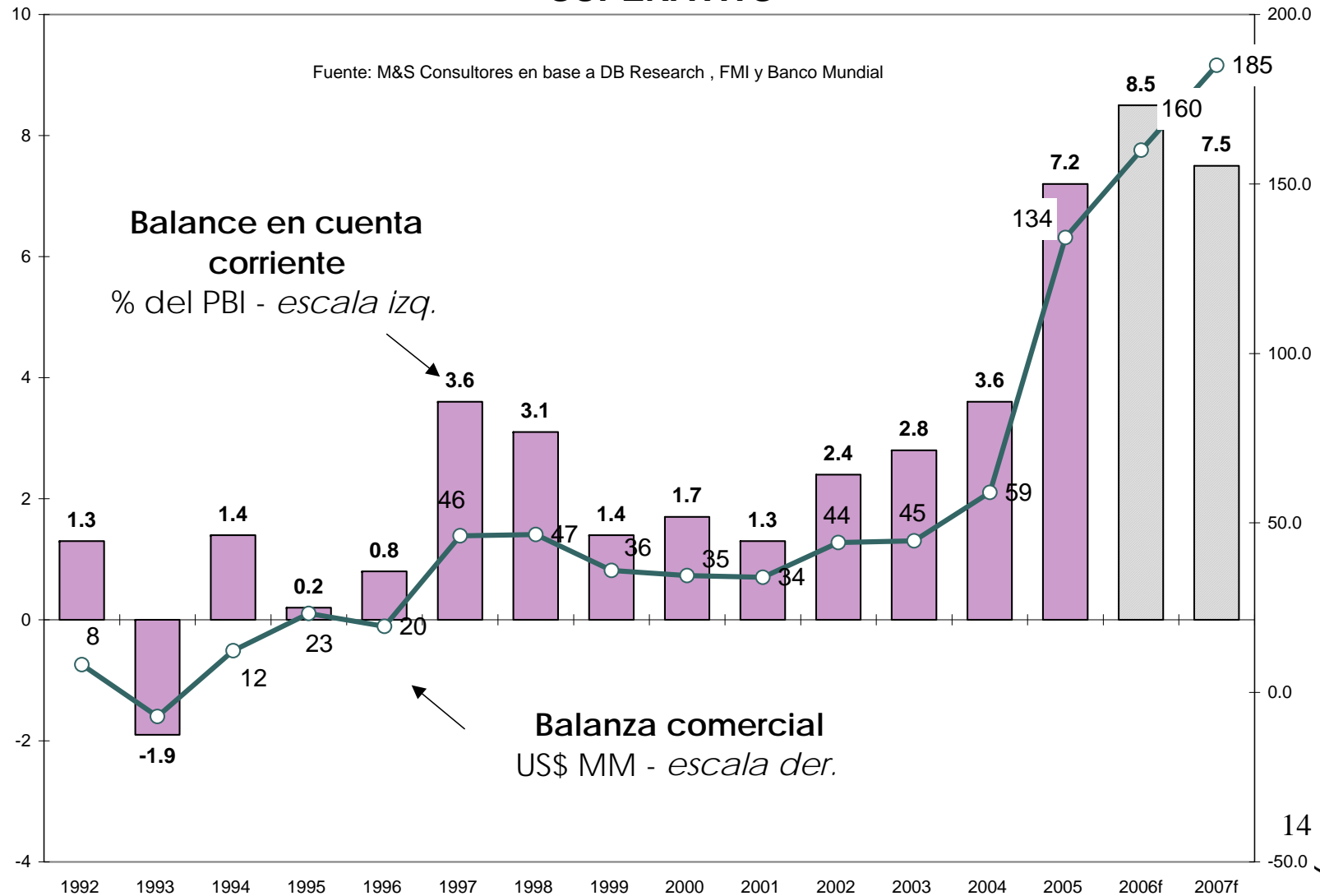
EL PRIMER ELEMENTO DESTACABLE DEL BOOM CHINO FUE QUE DESDE HACE 10 AÑOS MANTIENEN LA INFLACIÓN EN NIVELES MUY BAJOS. LA CLAVE FUE EL BOOM DE INVERSIÓN CON BAJO COSTO LABORAL

BOOM DE INVERSIÓN EN CHINA Inversión bruta fija como % del PBI



EL SEGUNDO ELEMENTO DESTACABLE, DERIVADO DEL MODELO EXPORTADOR CHINO, ES FUERTE SUPERÁVIT COMERCIAL. ACOMPAÑADO POR ALTOS INGRESOS DE CAPITAL

SECTOR EXTERNO DE CHINA: CONTINÚAN LOS FUERTES SUPERÁVITS

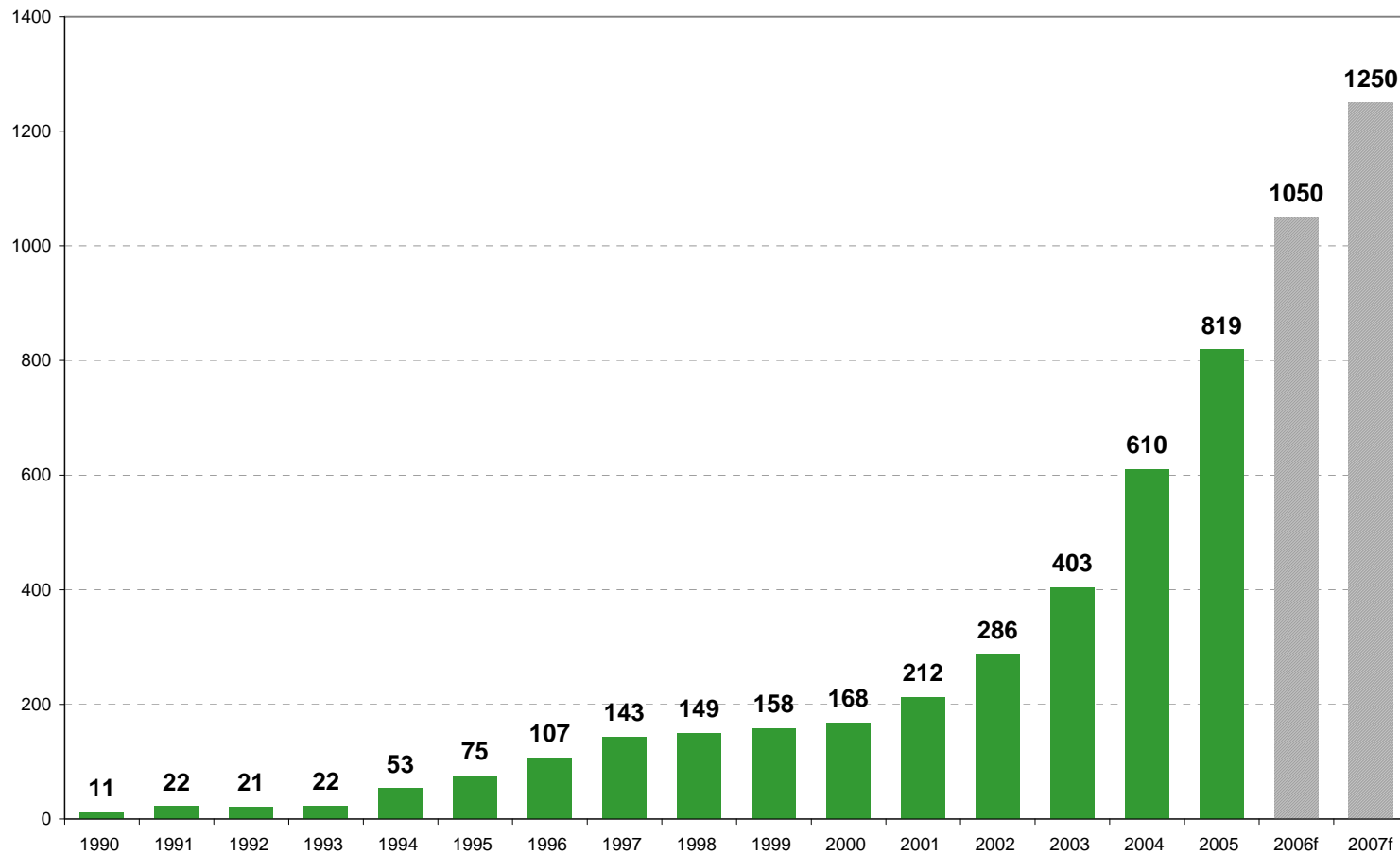


LA CONSECUENCIA DEL MODELO EXPORTADOR CHINO: LA ASTRONÓMICA ACUMULACIÓN DE RESERVAS

En estos niveles, el sobrante de dólares para China luce más como un problema para la sustentabilidad de su política monetaria

RESERVAS INTERNACIONALES DE CHINA: Fuerte acumulación en los últimos años

Reservas brutas sin incluir oro - en miles de mill. de US\$



Fuente: M&S Consultores en base a Banco Central de China

CUARTO FUNDAMENTO: LOS COMMODITIES

	Crecimiento	Dólar	Commodities		
	Mundo (% anual)	US\$ / euro	Petróleo US\$ / brl	Soja US\$ / tn	Cobre cen US\$ / libra
1994 - 1997: crecimiento fuerte con dólar débil = precios <u>altos</u>	4,0	1,23	20	253	113
1998 - 2002: crecimiento bajo con súper-dólar = precios <u>bajos</u>	3,1	0,99	23	188	75
2003 - 2006: crecimiento fuerte con dólar débil = precios <u>altos</u>	4,7	1,21	43	244	126
2006	5.1	1,24	60	240	310

Fuente: M&S Consultores

- Desde 2003, al **crecimiento** mundial se le sumaron dos elementos adicionales que empujaron los precios de las materias primas a niveles récord: **dólar débil y factores geopolíticos y climáticos** (guerra de Irak, Iran, atentados, huracanes, sequías)
- Fue un **elemento decisivo para los países petroleros y América Latina** que se supo aprovechar. Pero estas regiones aún no están "graduados" (salvo excepciones como Chile o México)

3) EL LUBRICANTE QUE LE VIENE ALARGANDO LA VIDA AL CICLO: LAS TASAS DE INTERÉS

- A diferencia de otros momentos, a pesar de ponerse en marcha una política monetaria de la Fed más dura desde 2004, las tasas de interés nominales y reales y los spreads emergentes son mínimos
- Está pesando el “expertise” de la Fed

Bono Tesoro EE.UU. 10 años (%)		Riesgo financiero emergente (EMBI +, bps)								
Nominal	Real *	Total emergentes	México	Brasil	Argentina	Venezuela	Perú	Ecuador	Rusia	
1998	5.3	3.7	816	581	805	607	983	578	1099	2510
1999	5.6	3.4	1111	607	1036	721	1052	602	2651	3991
2000	6.0	2.6	753	371	728	671	872	568	2858	1347
2001	5.0	2.1	838	367	890	1554	917	651	1382	933
2002	4.6	3.0	777	320	1380	5733	1043	617	1438	529
2003	4.0	1.7	574	249	871	5569	1042	439	1223	320
2004	4.3	1.6	437	190	542	5154	580	349	791	272
2005	4.3	0.9	320	156	399	3033	417	199	711	156
2006 nov	4.6	1.1	190	110	220	300	220	150	500	110

(*) Deflactada por IPC total

Fuente: M&S Consultores en base a Bloomberg

4) RESULTADOS DEL CICLO: UNA DE CAL Y UNA DE ARENA

a) La de arena: los flujos de capitales a emergentes volaron

- Los flujos de capitales privados a emergentes superaron en 2005 el récord anterior de 1996
- Estructuralmente se perciben **dos particularidades**:
 - Desde 2006, la mitad corresponde a inversión directa (en 1996 sólo 1/3)
 - Notoria la prescindencia de organismos oficiales. Cubren las necesidades de financiamiento en los mercados de capitales: síntoma de liquidez y buena percepción crediticia

FLUJOS NETOS DE CAPITALES A EMERGENTES

<i>En miles de millones de US\$</i>	1996	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (p)	2007 (p)
	RÉCORD ANTERIOR							NUEVO RÉCORD		
Flujos netos privados	335.0	148.3	193.6	130.0	120.3	228.8	323.9	479.6	417.9	403.6
Inversión directa	92.3	149.1	137.6	140.7	117.7	97.6	146.8	185.7	201.9	193.7
Préstamos de la banca comercial	123.8	-51.6	0.0	-25.0	-3.9	26.9	56.5	131.8	90.6	74.0
Préstamos no bancarios (bonos, etc)	83.6	35.8	42.0	5.8	5.4	67.2	82.1	107.1	67.7	84.4
Inversión de portafolio	35.3	15.0	14.0	8.5	1.1	37.1	38.5	55.0	57.7	51.5
Flujos de organismos oficiales	4.3	12.4	-7.1	11.1	-3.3	-20.1	-16.0	-56.0	-47.7	-5.9
Organismos multilaterales	7.0	2.4	3.3	22.7	7.8	-6.4	-14.9	-39.3	-23.0	-4.4
Préstamos bilaterales	-2.7	10.0	-10.4	-11.6	-11.1	-13.8	-1.1	-16.7	-24.7	-1.5

Fuente: M&S Consultores en base a Institute of International Finance

En el reparto América Latina quedó en la cola

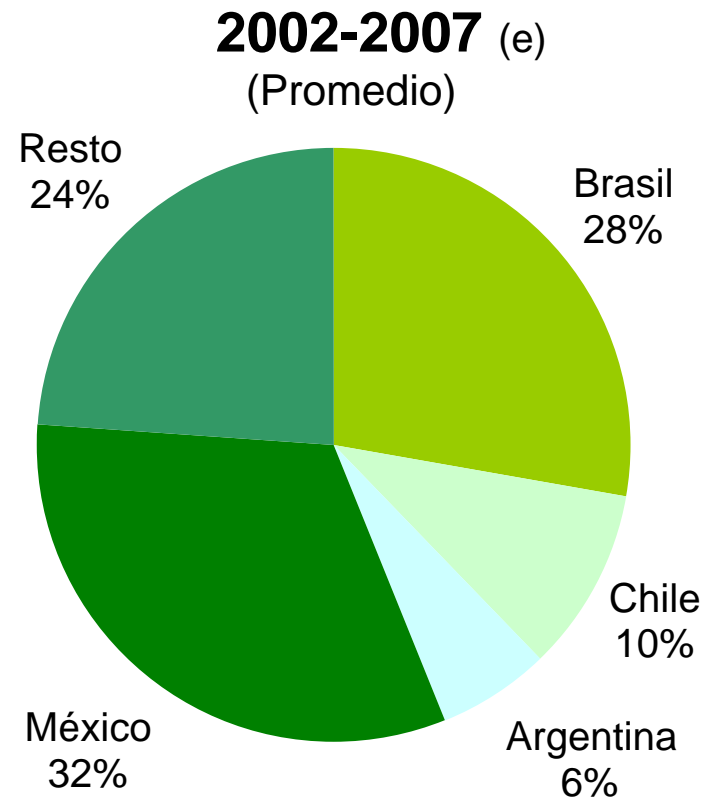
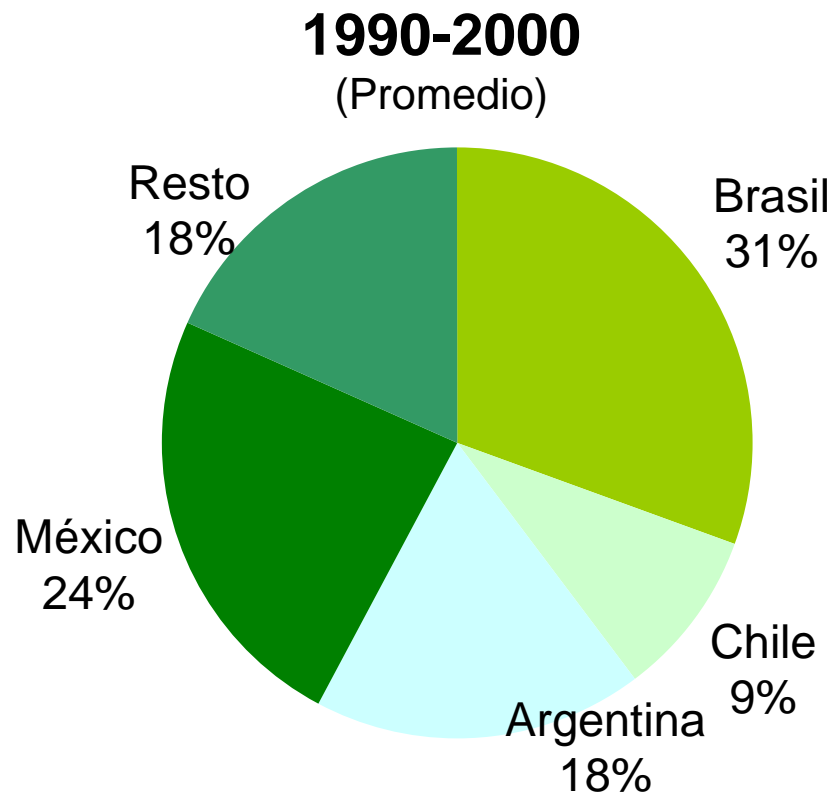
- La inversión extranjera directa cambió de destino preferido. Desde fines de los `90 Asia es líder; Europa del Este la “nueva estrella” emergente; y (con el petróleo a estos precios) “nació” Africa y Medio Oriente. Latinoamérica viene perdiendo tanto en términos relativos como absolutos

El reparto de los flujos de capitales privados

<i>En % del total</i>	1996	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (e)
Flujos privados totales							
Asia Pacífico	31.7	52.9	67.1	53.5	45.5	42.0	41
Europa del Este	9.9	25.0	21.7	28.4	31.3	35.6	38
Africa / Medio Oriente	4.2	1.7	1.7	4.7	9.0	11.0	11
América Latina	54.2	20.4	9.5	13.4	14.2	11.4	10
Inversión directa							
Asia Pacífico	35.4	48.3	57.2	45.6	45.6	37.2	39
Europa del Este	10.7	18.2	7.2	21.2	19.8	32.6	30
América Latina	43.0	31.0	31.0	30.5	25.3	20.0	21
Africa / Medio Oriente	10.9	2.5	4.6	2.7	9.2	10.2	10
Inversión de portafolio							
Asia Pacífico	148.2	283.3	99.7	84.9	69.6	69.1	66
Africa / Medio Oriente	-60.0	-75.0	1.3	16.6	13.6	15.2	10
América Latina	-1.2	-191.7	-6.2	-13.0	11.2	11.1	6
Europa del Este	12.9	83.3	5.1	11.4	5.6	4.7	18
Préstamos (bancarios, bonos)							
Europa del Este	25.2	-80.9	97.5	58.7	58.3	59.7	68
Asia Pacífico	37.2	14.7	58.0	52.5	35.2	33.3	28
Africa / Medio Oriente	-2.4	1.5	-8.2	1.7	1.0	2.9	1
América Latina	40.0	164.7	-47.2	-12.9	5.5	4.0	3

Fuente: M&S Consultores en base a Institute of International Finance

La inversión extranjera dentro de América Latina



b) La de cal: el mundo padece desequilibrios externos complicados

- EE.UU. es el deficitario por excelencia, el rojo de cuenta corriente superó 6% del PBI y no baja de 4,5% desde 2002.
- La contrapartida tiene **tres causas básicas que no lucen transitorias**:
 - El salto en el precio del **petróleo**. El superávit de los países petroleros ya representa casi la mitad del rojo en la cuenta corriente mundial
 - El **bajo crecimiento de Europa** (básicamente Alemania) y Japón
 - **China** que si bien hasta comienzos de los `00 estaba equilibrada, hoy explica más del **20% del déficit norteamericano**

<u>Cuenta Corriente (US\$ bill)</u>	1993	1998	2002	2006 e	2007 e
EE.UU.	-85	-214	-472	-860	-870
Australia	-10	-18	-16	-40	-40
Europa	8	13	34	10	-12
<i>España</i>	-6	-18	-22	-100	-105
<i>Inglaterra</i>	-18	-35	-25	-55	-57
<i>Francia</i>	9	42	15	-40	-40
<i>Italia</i>	9	6	-8	-25	-20
<i>Alemania</i>	-19	-27	41	120	110
<i>Otros</i>	33	45	34	110	100
Petroleros	-16	-23	87	480	440
China	-12	32	35	180	200
Japón	132	119	113	160	160
Resto Asia	5	91	78	100	100
América Latina	-43	-83	-21	5	5

5) FUTURO Y PERSPECTIVAS: UN BUEN PUNTO DE PARTIDA

FUNDAMENTOS

a) EE.UU.: por lo visto hasta aquí, el mundo aún no está para prescindir de este motor

Tres condiciones de mediano plazo:

i) Que no vaya a una recesión. Hoy, los números apuntan a una desaceleración acotada, con eje en el mercado inmobiliario.

Los aportes al PBI de EE.UU. (en puntos %)

	2004	2005	2006 e	2007 e
Variación % PBI	3.9	3.2	3.2	2.5
	⏚	⏚	⏚	⏚
Consumo	2.7	2.4	2.4	2.0
Inversión productiva (equipos, infraestructura)	1.0	0.4	1.0	1.0
Inversión residencial	0.5	0.5	-0.6	-1.0
Exportaciones	0.9	0.7	0.9	1.0
Importaciones	-1.5	-0.9	-1.0	-0.7
Gasto público	0.4	0.2	0.5	0.2

Fuente: M&S CONSULTORES en base a BEA

b) Europa y Japón: pueden comenzar a tener un aporte más real (si los bancos centrales dejan)

- Desde 2005 vienen mostrando indicadores de nivel de actividad más “tonificados”. Pero cuando las tasas de crecimiento comienzan a rozar 2,5% (bajo ritmo para el mundo pero alto para estándares europeos o japoneses) los bancos centrales comienzan a poner “paños fríos”
- Parece que esto es lo que viene pasando en 2006. Europa está encaminada a crecer 2,4% (1,8 en 2005) y Japón a repetir el 2,6% de 2005
- Ambas economías representan casi un tercio del PBI mundial, por lo que un punto adicional de crecimiento, **no “define” pero puede compensar la posible desaceleración en EE.UU.**
- El mayor desafío es que los **bancos centrales no tensen** demasiado la política monetaria

	Crecimiento PBI anual		Inflación minorista		Tasa de interés de referencia	
	Europa	Japón	Europa	Japón	Europa	Japón
I - 05	1.2%	1.0%	2.2%	0.0%	2.00	0.00
II	1.3%	2.7%	2.1%	-0.5%	2.00	0.00
III	1.7%	2.9%	2.6%	-0.3%	2.00	0.00
IV	1.8%	4.1%	2.3%	-0.4%	2.25	0.00
I - 06	2.1%	3.6%	2.2%	-0.2%	2.50	0.00
II	2.6%	2.7%	2.4%	0.5%	2.75	0.02
III (e)	2.8%	2.7%	1.8%	0.6%	3.00	0.25

23

C) China, la pregunta eterna: ¿está lista para ponerle el pecho a un afloje en EE.UU.?

- La economía está fuerte y la inflación se mantiene baja (1,5% anual)
- A mediano plazo, se debate que si China espera mantener **tasas de crecimiento altas con estabilidad, requiere ajustes** de política económica que tiendan a balancear la elevada dependencia a la exportación hacia un crecimiento más sostenido por la demanda interna
- El superávit de la cuenta corriente supera los 7 puntos del producto, lo que ha determinado una acumulación de reservas que ya ronda los US\$ 1.000 billones. Este elemento, en un marco de **tipo de cambio casi fijo, deja un exceso de liquidez** en el sistema financiero que a mediano plazo luce complicado de sostener.
- Hay presión internacional para que China **flexibilice su mercado cambiario** por un lado, como medida tendiente a morigerar su elevada dependencia exportadora. Y también para que intensifique operaciones de mercado abierto, **aumente requerimientos de reservas del sistema bancario y suba tasas de interés**, para ayudar a una política monetaria sostenible

Los riesgos y desafíos de China son los mismos que enfrenta desde hace varios años. La diferencia es que hoy los desbalances mundiales son exponencialmente mayores y no se sabe cómo puede impactarle una desaceleración en EE.UU.

d) Commodities: buen piso por el sostén macro. Menos chances de nuevos saltos superadores

Tendencia

Petróleo: estructuralmente caro. Presión de demanda por crecimiento. Rigidez de oferta por pozos a plena capacidad.

US\$ / brl (WTI)	Promedio 1980-02	2003	2004	2005	2006
	23,7	31,2	41,4	56,6	68,0

Puede bajar algo pero poco

Soja: en equilibrio. La demanda china le pone piso y la mayor oferta le pone techo. Lleva 25 meses se muestra en torno a los USD 230 por tonelada

US\$ / tn (FOB Rosario)	Promedio IV 2004	Promedio 2005	2006							
			ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago
220	231	235	235	216	213	226	227	231	230	

Depende del clima.
Demanda hay.

Cobre: caro, no estructuralmente como el petróleo. Empuja la demanda genuina pero también hay demanda especulativa que entra y sale aleatoriamente.

cvos US\$ / libra	Promedio 1990-02	2003	2004	2005	2006
	92,0	80,9	128,9	168,2	300,0

No vuelve a los promedios históricos. Es difícil que se sostenga en los súper -récord de hoy.

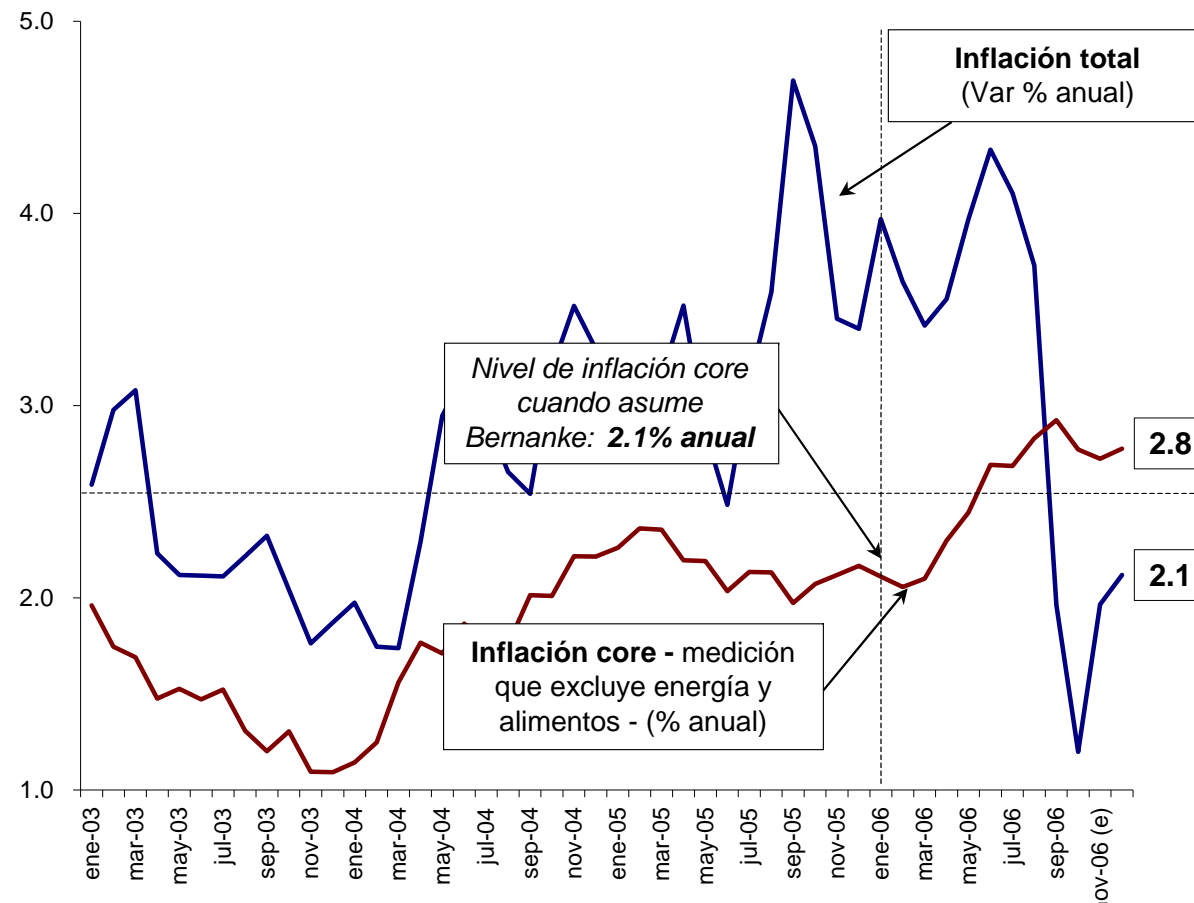
LUBRICANTE

e) El lubricante de las tasas de interés bajas sigue

- Greenspan hizo la “tarea sucia” de llevar la tasa de interés de 1% (jun 04) a 4,5% (ene 05). Bernanke se encargó de los últimos retoques de manera gradual y anticipada por los mercados. Dio por terminada la tarea de Greenspan en junio de este año: estacionó la tasa en 5,25%
- En 2005 el resto de **los bancos centrales grandes (Europa, Inglaterra, Japón) se acoplaron a la Fed**: comenzaron a subir las tasas de interés de manera sincronizada
- **En todo este período, las tasas de interés de los Bonos del Tesoro** (también de los bonos europeos y japoneses) **subieron marginalmente**. Mucho menos de lo que se esperaba inicialmente. Y los spreads emergentes no pararon de bajar hasta los mínimos en los que hoy están. **Greenspan catalogó este fenómeno de “enigmático”**
- Hoy el debate está en si Bernanke mantiene la tasa como está, la sube 25bps o la baja 25bps: **“fine tuning” puro, incapaz de mover el tablero** de mediano plazo de las condiciones financieras mundiales
- **El ancla** de las bajas tasas de interés y la garantía de que por el momento no hay chances de bancos centrales “agresivos” parece estar en las **bajas expectativas inflacionarias**. Algo muy ligado a la **reputación y confianza ganada por los bancos centrales** grandes (Fed, BCE, Japón)

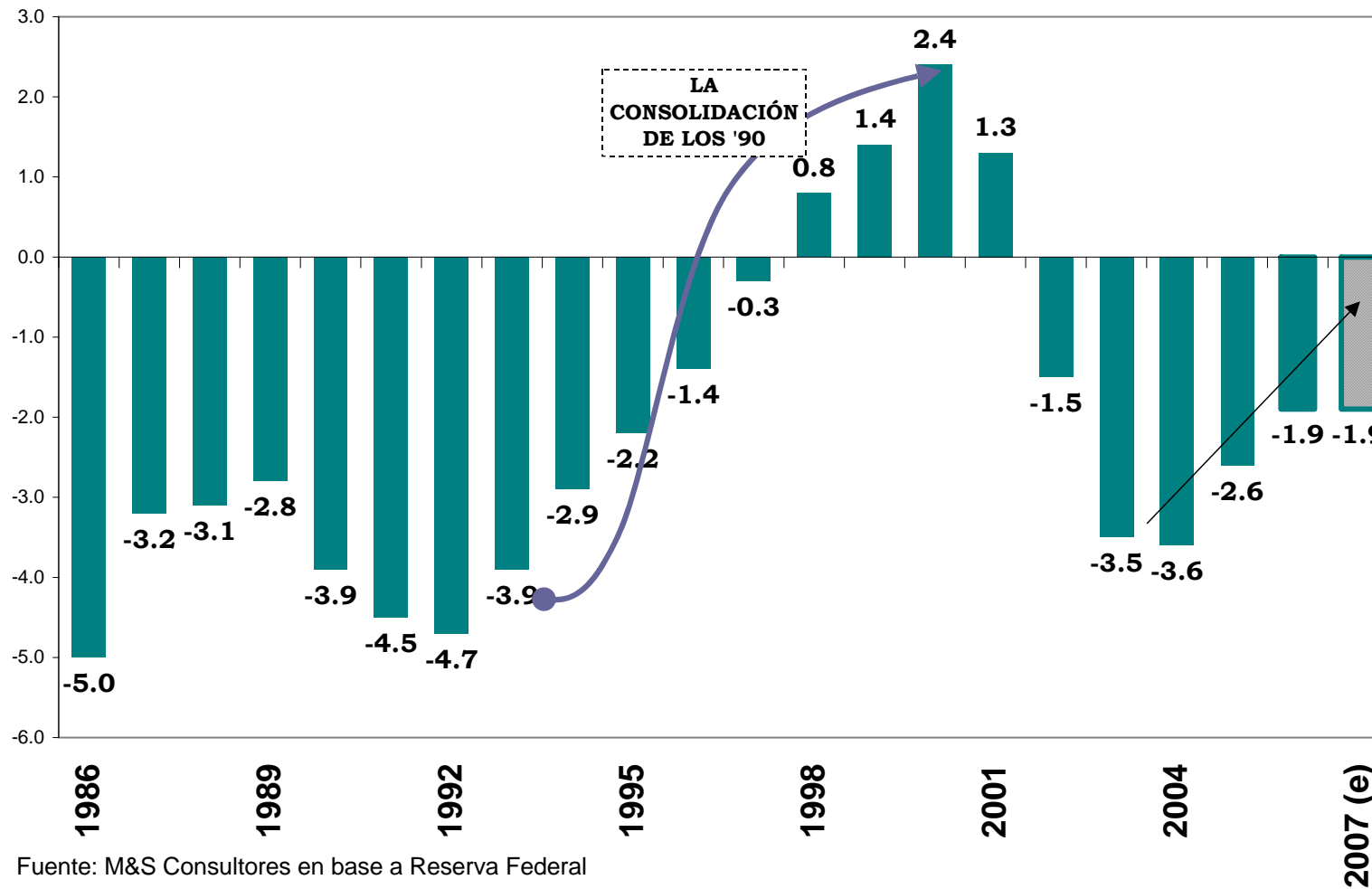
Tres elementos cebadores del lubricante: inflación, fisco y deuda de EE.UU. i) el riesgo inflacionario de EE.UU. bajó

- Desde que asumió, **Bernanke convivió con inflación creciente**. Llegó a rozar los límites de la *zona de confort de la Fed*: un número no explícito que ronda 2,5%
- En los últimos meses, con la baja del precio del petróleo desde los máximos de agosto (de us\$/brl 77 a 57) la inflación total se “pulverizó”, de más de 4% anual a 2%, y **la inflación core** (medida que excluye energía y alimentos) **aunque sigue alta, dejó de crecer**
- También **la desaceleración acotada** que se nota en la economía (gatillada por el enfriamiento del mercado inmobiliario) da para pensar que la inflación está más para seguir distendiéndose que para nuevos rebrotes (con el petróleo como está)



ii) Los números fiscales EE.UU. Están mejor: EE.UU. parece estar en un sendero de achique del déficit fiscal

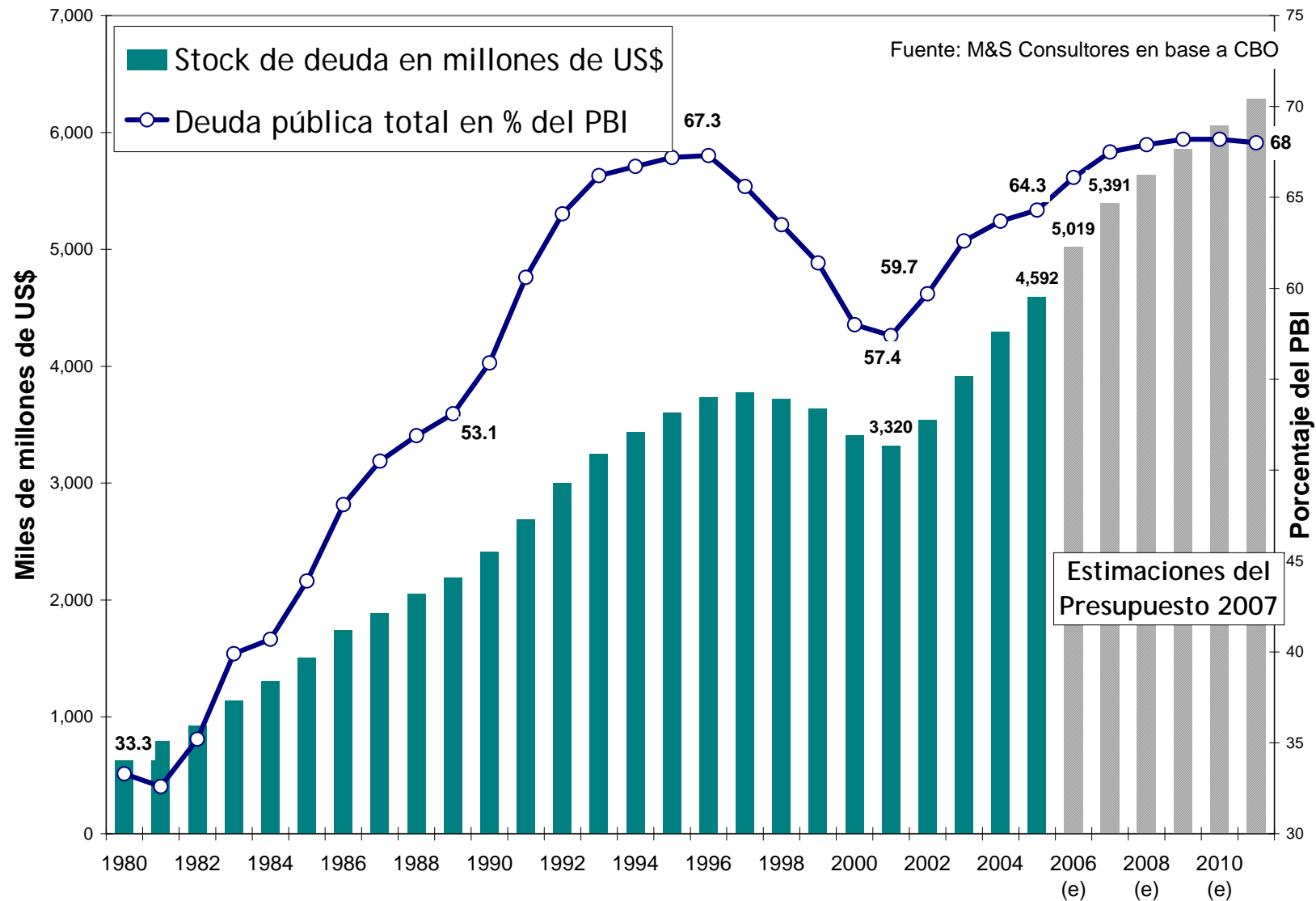
EE.UU.: ESCENARIO FISCAL
Resultado fiscal como % del PBI



Fuente: M&S Consultores en base a Reserva Federal

iii) Se espera estabilización en el stock de deuda de EE.UU. (respecto al PBI). Y está en niveles acordes al resto del mundo: Alemania 69%, Japón 120%

STOCK DE DEUDA DE EE.UU.



iv) El embudo de lo anterior: las estimaciones de los bancos, fondos de inversión e instituciones financieras

EL CONSENSO MUNDIAL SOBRE LAS TASAS DE INTERÉS DE BANCOS CENTRALES PARA 2007

En %	2005	2006 (e)	2007 (e)
EEUU	4.25	5.25	5.50
Europa	2.25	3.50	4.00
Japón	0.00	0.50	1.00
China	3.24	3.50	3.75

Fuente: M&S Consultores en base a Bloomberg

Conclusión: por fundamentos y lubricante, 2006 pareciera ser un buen punto de partida para la economía mundial

Comparado con cualquier otro momento histórico, 2006 es un buen punto de partida para la economía mundial en términos de las **variables clave** que hay que tener en cuenta:

- ✓ Tasas de interés bajas y liquidez alta
- ✓ Precios de commodities altos con sostén macro
- ✓ Mejor calidad crediticia de países emergentes y empresas
- ✓ Buena inercia mundial de crecimiento, con altos flujos de capitales y mayor inversión directa
- ✓ Bancos centrales maduros con alta credibilidad y reputación (Fed, BCE, Japón, Inglaterra)
- ✓ Muchos bancos centrales emergentes bien encaminados (Chile, Brasil, México)

Nada está garantizado, pero esto le da oxígeno, flexibilidad y colchón al mundo

El gran desafío mundial es equilibrar las cuentas corrientes sin crisis. Algo posible si las variables dan tiempo. Importante para esto que no haya imponderables graves (precio del petróleo, atentados, conflictos internacionales) que afecten las variables

6) CONDICIONES PARA LA REGIÓN

Venimos de años de exhuberancia y nada indica que **sigue** algo malo **pero sí mayor moderación**

El mundo está para pasar de una etapa de:

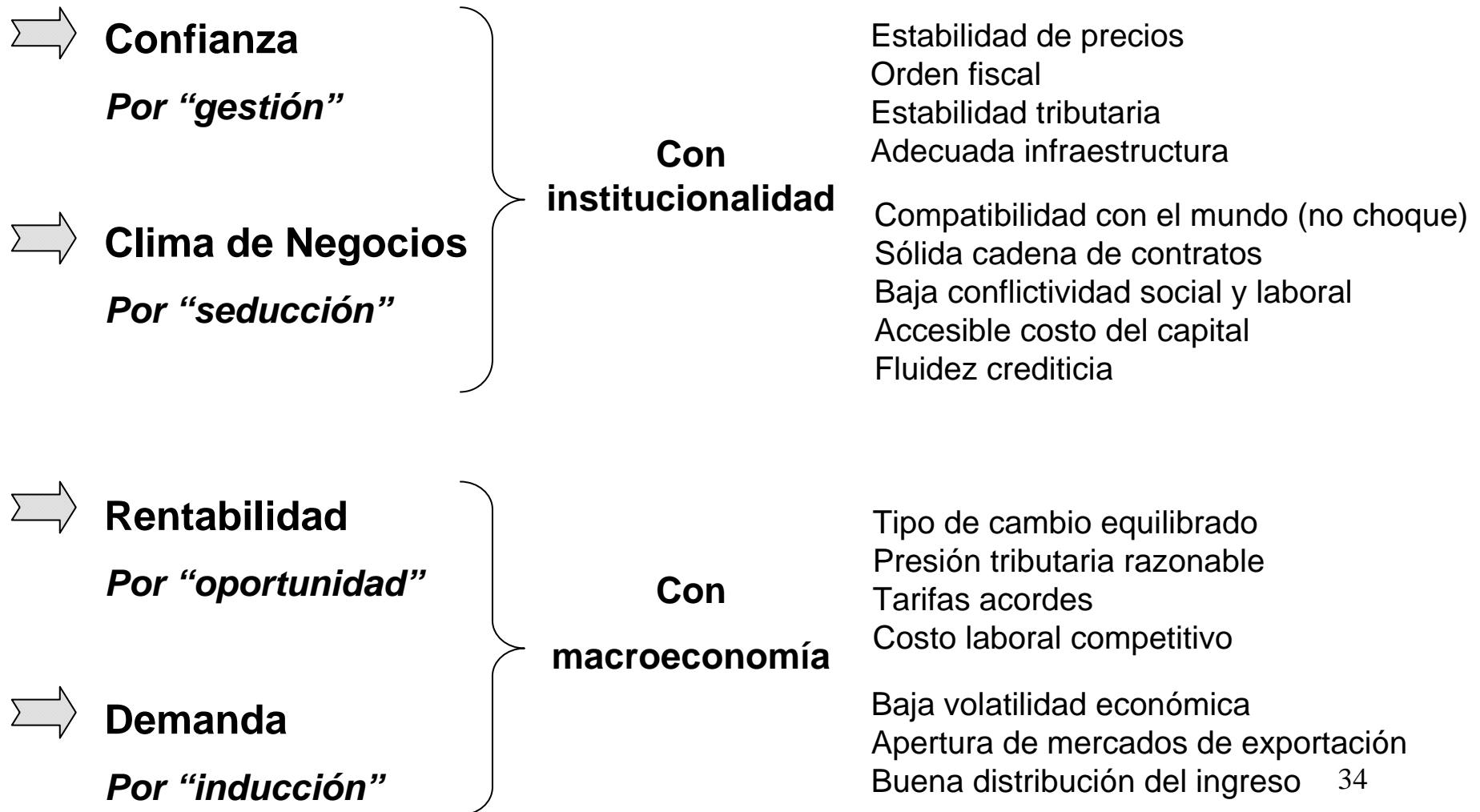
- Crecimiento récord a una de buen crecimiento
- De políticas monetarias expansivas a neutrales
- De precios de commodities crecientes a sostenidos
- De tasas de interés muy bajas a mayores (sin ser altas)
- De Liquidez récord a buena

VIENEN TIEMPO DE SELECTIVIDAD CON FOCO EN LO INSTITUCIONAL

- En un contexto de mayor escasez y moderación mundial, la **selectividad** de los flujos de capitales (tanto para mercados financieros como para inversión directa o disponibilidad financiamiento) **tiende a multiplicarse y comienza a mirar la calidad institucional ante todo**
- Nos encontramos con una región que si bien ha **solidificado la macro, está lejos de graduarse**. No hay avances en fundamentos institucionales salvo en casos puntuales (Chile, México o Colombia y Perú)
- Con ojos extranjeros, el desafío vuelve a ser dar un salto de transparencia y calidad institucional confiable

CÓMO REGENERAR LA CONFIANZA PARA ENGANCHARSE DURADERAMENTE AL MUNDO: INSTITUCIONES MÁS MACROECONOMÍA

La mayor parte de las decisiones económicas relevantes son actos jurídicos que trascienden las fronteras y exigen:



LA CALIDAD INSTITUCIONAL COMO CONDICIÓN PARA EL ENGANCHE AL MUNDO

- La inserción al mundo perdura más allá de los ciclos parte del respeto a las **instituciones**. No se puede dejar de lado la **institucionalidad** con la excusa de que se entorpece el crecimiento
- Con alto riesgo de reversión de la política económica, interferencia política sobre las instituciones económicas y alta discrecionalidad y arbitrariedad en las regulaciones públicas, **el mundo y los capitales desconfían**
- No hay estabilidad en los flujos de inversión (sea cual sea su tipo) si los derechos de propiedad no están claramente definidos, garantizados y son iguales para todos. **Tampoco si no hay un acople a los axiomas institucionales que el mundo exige**
- Aquí se inserta un eslabón que ya es imprescindible como condición de inserción en el mundo: **el fortalecimiento de los regímenes de antilavado** y de control del financiamiento de actividades terroristas e ilícitas