

## **Un mundo cauteloso: Reflexiones y desafíos a ocho años de la crisis financiera global**

### **A cautious world: Reflections and challenges eight years after the global financial crisis**

Dr. Flavio E. Buchieri,<sup>1</sup> flavio.buchieri@gmail.com  
Lic. Alejandro D. Pereyra, alejandropereyra.unvm@gmail.com

Universidad Nacional de Villa María  
Av. Arturo Jauretche – Villa María- Córdoba - Argentina  
Septiembre 2016

#### **RESUMEN**

La economía mundial aún no se recupera totalmente luego de la ocurrencia de la pasada crisis financiera en el año 2008, acaecida primero en Estados Unidos y luego exportada al resto del mundo. Al igual que en las economías avanzadas, en las emergentes, se observó un claro impacto principalmente a través del stress en los mercados, estancamiento en los respectivos productos y dudas referentes a la sostenibilidad de la deuda. El presente trabajo indaga en el mundo post-crisis y reafirma el papel relevante de las economías emergentes a nivel global, poniendo especial atención, en el que consideramos es el principal rasgo de la economía mundial en la actualidad: la inestabilidad. Del análisis anterior inferimos, a modo de conclusión, algunas consideraciones de política económica a tener en cuenta en economías pequeñas y con relativa apertura externa como es el caso de Argentina.

**Palabras clave:** Crisis Financiera; Inestabilidad; Economías Emergentes

#### **ABSTRACT**

The world economy has not fully recovered yet after the last financial crisis of 2008, which arose first in the United States, and then hit the rest of the world. As in advanced economies, in the emerging ones, a main impact was observed through the market stress, product stagnation and doubts over the payment of the debt. The present work investigates in the post-crisis world and reaffirms the fundamental role of the emerging economies at the global level, directing special attention to what we consider the main feature of the current world economy is: instability. From the aforementioned analysis we infer, as a conclusion, some considerations in terms of economic politics to take into account in small economies and with relative external openness like it is in the case of Argentina.

**Key words:** Financial Crisis; Instability; Emerging Economies.

---

<sup>1</sup> Universidad Nacional de Villa María, Universidad Tecnológica Nacional.

*“En muchos momentos la evolución de una crisis macroeconómica se asemeja a la de una enfermedad aguda: ansiosas y frecuentes observaciones de síntomas y de lecturas de instrumentos de medición, prevenciones por efectos de propagación a otras partes del organismo o de contagio a vecinos, agitadas consultas sobre tratamientos alternativos, discusiones entre médicos, algunos de los cuales expresan su confianza cierta en intervenciones que se contradicen entre sí, altibajos de ánimo entre signos de mejora y de agravamiento, tal vez sorpresas ante acontecimientos que, retrospectivamente, quizás merezcan la calificación de inevitables. Una imagen que está lejos de la representación de conductas de individuos que implementan sistemáticamente planes contingentes predeterminados y mutuamente compatibles, sobre la base del reconocimiento de las distribuciones de probabilidad que determinan efectivamente la evolución de su entorno según los impulsos externos a la economía y sus propios comportamientos colectivos.”*

Daniel Heymann

## 1. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera acaecida primero en Estados Unidos y luego exportada a Europa, principalmente a través del stress en los mercados, producto de las debilidades estructurales de las economías de Grecia, España, Irlanda y Portugal, abren el debate acerca de cuáles son los principales tópicos que en materia económica -y política- que dominarán la agenda mundial en los próximos años. Esto último no solo interpela a las economías centrales sino que también pone el acento en el rol que jugarán y, desde ya están jugando, las economías emergentes. La agenda no puede dejar de lado los desequilibrios existentes y el lugar que nuevos actores ocupan hoy en la nueva configuración del juego geo-estratégico a nivel internacional. Actores que no sólo desafían liderazgos sino que obligan, en muchos casos, a discutir quiénes, dónde y cómo se toman decisiones que afectan al curso del desarrollo futuro del planeta.

Si nos remontamos al origen de la crisis, es opinión dominante en muchos analistas geopolíticos que las guerras ocurridas en los últimos quince años son un clara consecuencia de la imperiosa necesidad de Estados Unidos por recuperar el dominio de la hegemonía mundial y el protagonismo militar, produciendo incrementos sustanciales en el gasto público americano y su correlato en enormes déficit comerciales, financiados con los superávits comerciales en China e India, aspectos que condujeron a la debilidad del dólar a nivel mundial. Así, a mediados del 2007 la Reserva Federal comenzó a subir la tasa de interés, precipitando el des-apalancamiento y la falta general de las coberturas sobre una producción extensiva de derivados financieros que se habían multiplicado en forma exponencial sin regulación en numerosos bancos de inversión. La crisis estalla no en el mundo en desarrollo sino en el centro de las finanzas mundiales.

Entre los aspectos destacables, se presenta que tras los desequilibrios producto de la crisis, surgen planteos en torno a la necesidad de una revaluación de la moneda china. Esta aparece como factor decisivo para corregir desequilibrios estructurales, como también, para incentivar la necesidad de auto-corrección de la economía americana. La aparición de los nuevos líderes globales agrupados bajo la denominación de BRIC nos da señales del mundo que se viene, aunque no está claro aún si logran transformar en una realidad la gran potencialidad con la que cuentan.

En este contexto se exponen cinco esferas de análisis que, a nuestro entender, son de gran importancia en la actualidad para comprender nos solo la situación actual sino el devenir futuro. Se analizará brevemente los orígenes de la crisis financiera internacional en términos de su desarrollo, actores intervinientes y los principales instrumentos financieros que detonaron la crisis. Luego ahondaremos en la situación actual de las economías, tanto las economías avanzadas como las emergentes, ampliando el análisis al desagregado por regiones o grupos de países.

Al avanzar presentamos las perspectivas a mediano plazo fundamentales para enlazar el corto con el largo plazo y ponemos en consideración una imagen de algunos de los problemas que experimenta en la actualidad la mayor economía del mundo emergente, China.

Por último se presentan a modo de conclusión algunas alternativas de política económica a tener en cuenta en especial en economía con algún grado de apertura externa y mercados internos reducidos. Aun así considerando las características de los temas planteados, son más bien algunas reflexiones parciales e interrogantes varios, abiertos al debate académico, económico y político.

## 2. ESTRUCTURA DEL DOCUMENTO

### 2.1 Los orígenes de la crisis financiera

La actual crisis financiera internacional se originó en el sector inmobiliario de EEUU, así que resulta conveniente comenzar por describir a grandes rasgos su origen. La economía norteamericana sufrió cuatro recesiones en los últimos treinta años. Una característica común de todas ellas fue el endurecimiento de la política monetaria (elevación de las tasas de interés de corto plazo) para combatir la inflación que precedió a cada recesión. En la economía norteamericana uno de los principales canales por el cual se transmiten los efectos de una política monetaria de fijación de tasas de interés sobre la demanda agregada es a través de la influencia que ésta tiene sobre el mercado de préstamos hipotecarios y de construcción de viviendas. A través de este último las contracciones crediticias impulsaron las recesiones en la economía real.<sup>2</sup>

A pesar de lo comentado anteriormente, la crisis actual se desarrolla en sentido inverso Feldstein (2008), una situación que se originó en la economía real (sector de viviendas) fue la que afectó fuertemente las condiciones del crédito. De este modo, la conexión en ambas direcciones entre el mercado de viviendas y el sector financiero dio origen a una espiral que se realimenta negativamente. La crisis fue causada por el colapso de una burbuja en el mercado de viviendas que se desarrolló en la primera mitad de la década y por una generalizada subvaluación de todo tipo de riesgos. Los precios de los activos riesgosos comenzaron a caer en el mercado secundario de hipotecas subprime y en el de títulos hipotecarios respaldados en este tipo de hipotecas. El problema se extendió luego al de hipotecas de primera calidad y se generalizó a otra clase de activos.<sup>3</sup>

La principal razón para la aparición de la burbuja en el mercado de vivienda fue el largo período de tasas de interés de corto plazo bajas que se vivió en la primera mitad de la década

---

<sup>2</sup> Para un estudio del mercado inmobiliario en EEUU en términos de dispersión geográfica de los préstamos de alto riesgo ver, Mayer C. and Pence K. (2008).

<sup>3</sup> Para profundizar el tema de crisis bancarias sistémicas y sus efectos tanto en países desarrollados como en desarrollo ver, Reinhart C. and Rogoff K. (2008).

Feldstein (2008). El objetivo de esta política de tasas bajas llevado adelante por la Reserva Federal era reducir las tasas de interés de mediano plazo, que son en las que se basan los préstamos hipotecarios. En ese momento la política monetaria bajo la dirección de Alan Greenspan estaba basada en la aplicación de la “Teoría Estadística de las Decisiones en Contextos de Incertidumbre”. En este enfoque, en lugar de considerar las situaciones más probables o valores esperados, se consideran diferentes escenarios y los resultados que se obtienen de aplicar diferentes políticas partiendo de esos escenarios. Cada escenario inicial es ponderado de manera subjetiva por el policy maker y la política óptima es aquella arroja el mayor beneficio esperado. Así, la opción elegida puede resultar muy distinta de aquella que se elegiría si lo que se busca es el mayor beneficio del escenario más probable o de un escenario promedio.

En el caso que nos interesa remarcar, uno de los escenarios que se manejaban a principio de la década era que la economía norteamericana entraba en recesión con deflación. Aunque este último podría haber sido poco probable, los efectos adversos eran muy grandes. Esto llevo al policy maker a asignar una ponderación muy grande a este escenario y el resultado fue que la política óptima fue aquella compatible con tasas de interés bajas para evitar esa situación, aun a costa de incrementar el riesgo de generar inflación.<sup>4</sup> Las tasas de interés de mediano plazo bajas elevan el valor de los activos en particular las viviendas, aumentan la predisposición de los individuos a pedir préstamos para pagas más por una vivienda a la vez que aumenta la disposición de los bancos a prestar cantidades cada vez mayores. El resultado fue que para mediados del 2006, el valor de las viviendas estaba un 60% por encima de su tendencia de largo plazo<sup>5</sup>. El enfoque de política basado en el riesgo debería tener en cuenta esta posibilidad cuando se decide bajar las tasas de interés a valores muy reducidos y mantenerlas así por un período prolongado de tiempo.

La caída de los precios de las viviendas fue impulsada por el exceso de oferta de casas sin vender. Esta sobreoferta impacta no solo a la construcción sino también a las casas que los bancos ponen a la venta cuando ejecutan las hipotecas lo cual llevó a que la ejecución de hipotecas creciera enormemente desde mediados de 2007. El motivo más importante por el que los individuos dejaron de pagas sus hipotecas fue el aumento del número de casas de patrimonio negativo, es decir, casas que se desvalorizaron tanto que su valor de mercado se volvió inferior a la deuda hipotecaria. Este proceso se realimenta en forma positiva: a mayor caída en los precios de las viviendas, mayor es la cantidad de casas con patrimonio negativo, lo que induce un aumento en la cantidad de personas que prefieren dejar de pagar la vivienda. Esto último aumenta la ejecución de hipotecas, que a su vez aumenta la oferta de viviendas impulsando la caída de los precios. El derrumbe de los precios de las viviendas es la clave de la crisis financiera actual porque los títulos respaldados en hipotecas son los activos principales que impulsaron la baja del capital y la liquidez de las instituciones financieras.

Una vez que se comprobó que el mercado inmobiliario comenzó a estancarse, por efecto de los elevados precios, se redujeron la cantidad de solicitudes de personas que calificaban para los créditos. Dada esta situación comenzaron a otorgarse préstamos a personas sin capacidad de poder afrontar las obligaciones asumidas. De este modo, la cantidad de hipotecas subprime, que en el año 2000 era tan sólo del 2% del mercado, pasó en 2006 a ser el 50% del total de préstamos hipotecarios. En enero de 2007 el problema en el mercado subprime ya era

---

<sup>4</sup> En este sentido Eichengreen (2009) destaca que hay dos grandes categorías en términos de errores de política económica para entender la crisis, uno ligado a la regulación laxa y el otro a la política monetaria acomodaticia.

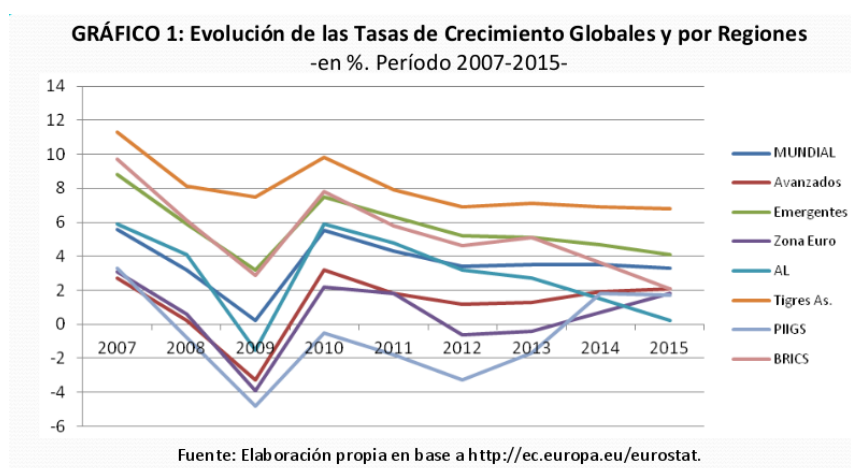
<sup>5</sup> Los datos suministrados corresponden a Nouriel Roubini, para mayor información dirigirse a ([www.roubini.com](http://www.roubini.com)).

evidente. Una forma de medir los problemas del sector era observar lo que sucedía con los swaps de default crediticio (CDS por sus siglas en inglés). Los CDS son contratos que funcionan como un seguro contra las malas hipotecas. Si el préstamo se deja de pagar, el vendedor del CDS le paga al poseedor del mismo (por lo general un banco). El subíndice que se refiere a los préstamos subprime es el ABX.HE.BBB. Entre julio y diciembre de 2006, este índice retrocedió entre el 5% y el 7%.<sup>6</sup> Esto significa que había alguien que estaba perdiendo dinero con las hipotecas subprime, típicamente hedge funds y prestamistas internacionales. A esta altura la crisis era ya una realidad, la política monetaria perdió eficiencia por las condiciones reinantes en el mercado de viviendas y el estado disfuncional en que se encontraban los mercados de crédito. Por otro lado la política fiscal (devolución de impuestos) que buscaba reactivar el consumo no alcanzó el efecto deseado ya que el 80% de estas devoluciones se utilizaban para ahorrar, ante la inminente crisis, o reducir el stock de deuda que poseían los individuos y muy poco fue destinado al consumo. Para este momento el mundo conocía lo que luego se dio en llamar “la crisis de las hipotecas”.

## 2.2 El mundo hoy: Breve radiografía de la situación económica mundial

La economía mundial muestra en la actualidad signos que indican que se ha recuperado de la crisis pero, con la salvedad, de que esta última no ha sido enteramente superada. Esto acontece porque los desequilibrios que se acumularon en el pasado son de difícil corrección. Y si a ello se le agrega que a nivel mundial hay crisis de liderazgo entre las grandes superpotencias, es menester destacar, que la corrección macroeconómica del crecimiento mundial haya sido muy leve y atenuada por la propia dinámica de estos desequilibrios macroeconómicos.

Los datos elaborados permiten considerar que la economía mundial cae fuertemente en el 2009, asistiéndose luego a una pequeña recuperación con cierto grado de estabilidad que es posible observar en los últimos años. Sin embargo, la recuperación actual está lejos del punto de partida previo al inicio de la crisis. El gráfico siguiente muestra las tasas de crecimiento, en % del PIB, tomando en consideración el resultado discriminado por regiones.



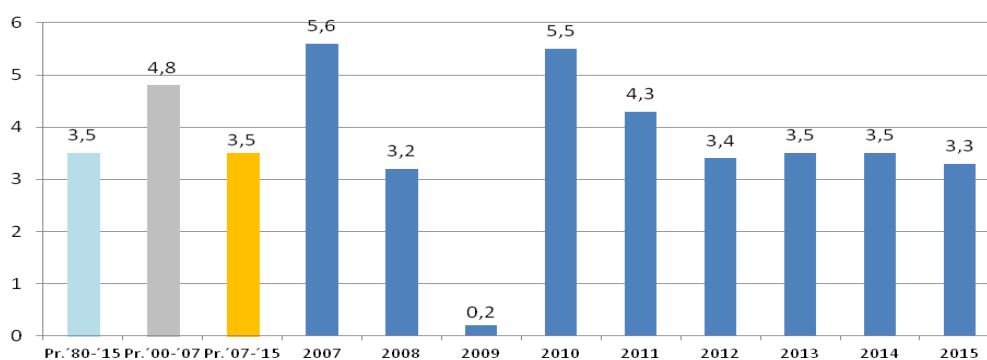
Como es posible observar se presenta una recuperación luego del año 2009 con tasas que varían según la región que tomemos en consideración. Los llamados Tigres Asiáticos, conjuntamente con los BRICS y los Emergentes son los que muestran mejores desempeños

<sup>6</sup> Los datos suministrados corresponden a Nouriel Roubini, para mayor información dirigirse a ([www.roubini.com](http://www.roubini.com)).

mientras que los denominados PIIGS, la Zona del Euro y los Avanzados son los que muestran rendimientos más deslucidos.

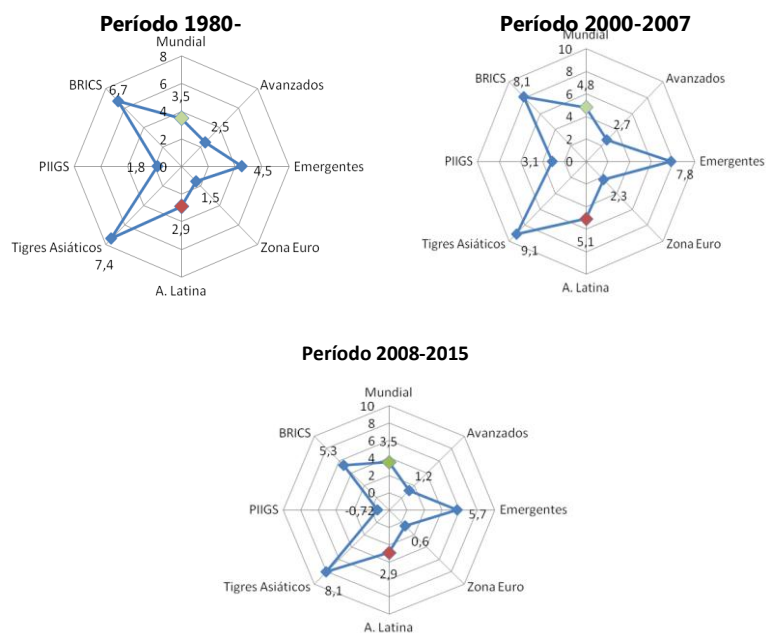
A partir de analizar un período más amplio como es el comprendido por los años 1980-2015, se puede observar, como se expone en el siguiente Gráfico 2, que el promedio mundial de las tasas de crecimiento para el período comprendido entre esos años era del 3,5%. Este último, subió fuertemente durante 2000-2007 años caracterizados por una gran estabilidad, -“gracias” al atentado de las torres gemelas que llevó a que la Reserva Federal de los Estados Unidos aumentara la liquidez para estimular el crecimiento mundial- y, tras la crisis durante 2009, vuelve al 3,5%. Es decir que, en la actualidad, hemos recuperado el promedio histórico pero no estamos cerca de lo que fueron los años previos a la crisis.

**GRÁFICO 2: Evolución de las Tasas de Crecimiento para el PROMEDIO MUNDIAL**  
-en % del PIB. Período 2007-2015 y promedios por diferentes períodos-



Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat>.

Cuando se analiza al interior de los grupos de países, América Latina registraba un 2,9% como tasa de crecimiento durante ese período, subiendo fuertemente al 5,1% para el subperíodo 2000-2007, mientras que para el período 2008-2015 los valores observados registran un 2,9. Debemos considerar que el panorama es ampliamente diverso para otras regiones, con claros ganadores y perdedores, antes, durante y después de la crisis. Esto último es posible observarlo en el siguiente Gráfico 3.

**GRÁFICO 3: Evolución Tasas de Crecimiento Globales y por Regiones (en%)**

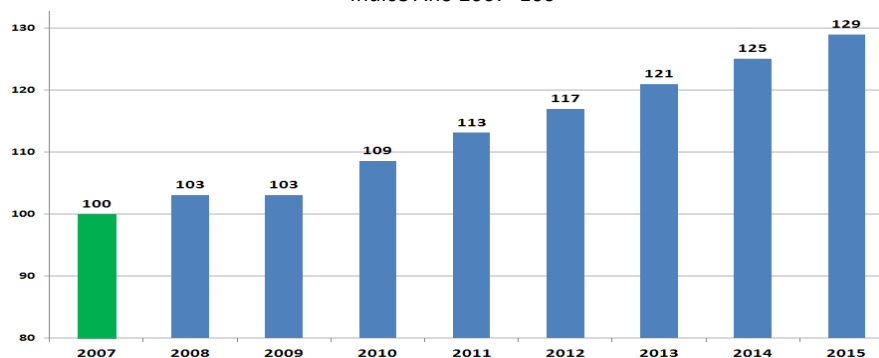
Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat>.

Uno de los aspectos que es posible destacar del Gráfico 3 es que la crisis de las subprime impacto en las diferentes zonas causando una marcada reducción en la expansión observada por las economías aquí referenciadas antes de la crisis. A pesar de ello se observa que luego de la crisis el esquema o el peso relativo de las zonas se mantienen, las economías emergentes impulsan con fuerza la economía mundial incluso antes de la crisis.

En términos de niveles de producción medidos por índices, tomando como base el año 2007 igual a 100, se observa en la actualidad un nivel de 129 para el año 2015, es decir que hoy en día no solamente hemos recuperado el punto de partida sino que el planeta está produciendo un 29% más.

**GRÁFICO 4: Evolución del PBI PROMEDIO MUNDIAL**

-Índice Año 2007=100-

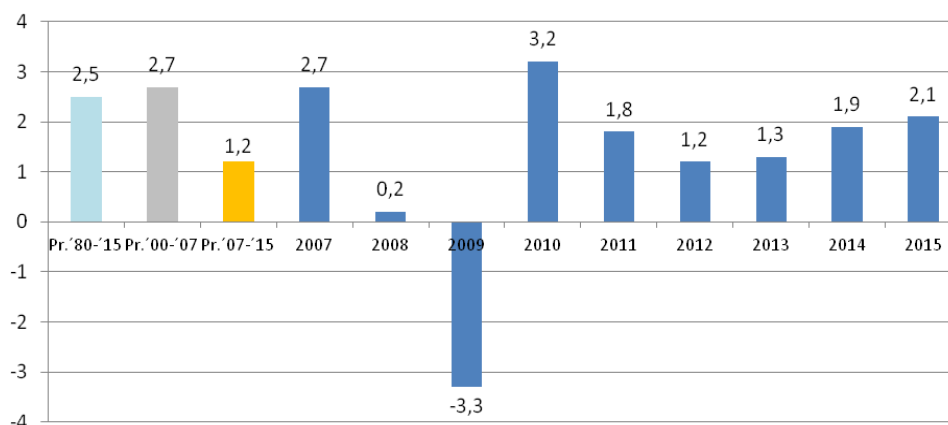


Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat>.

### 2.3 Análisis desagregado por Regiones o Grupos de Países

Las diferencias se observan con mayor profundidad cuando, hacia el interior del análisis global, se discrimina por grupos o regiones de países. Los datos convalidan los análisis, tendencias y/o credos dominantes, esto es, en términos de tasas y/o niveles de crecimiento, son los *países desarrollados* quienes más han sufrido la crisis, como se expone en el siguiente Gráfico.

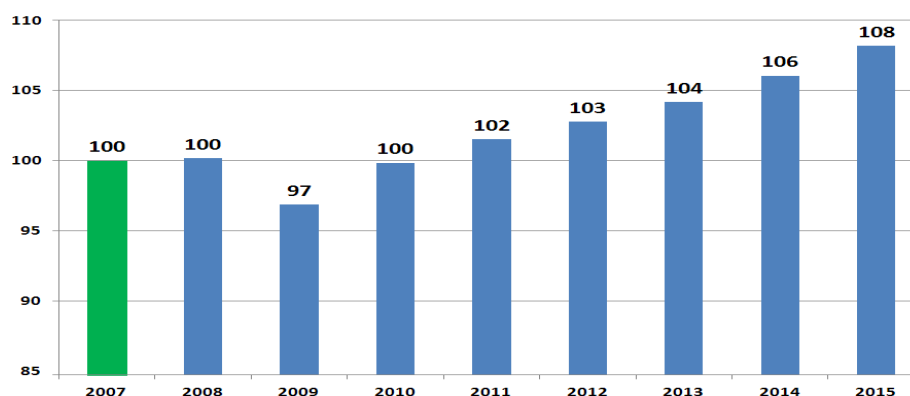
**GRÁFICO 5: Evolución de las Tasas de Crecimiento para los PAÍSES AVANZADOS**  
-en %. Período 2007-2015 y promedios por diferentes períodos-



Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat>.

Estos países venían creciendo a un 2,5% para el período histórico, cayendo a -3,3% en el peor año de la crisis para luego arribar a tasas estables pero más bajas que el promedio mundial, siendo que su media para el sub-período 2007-2015 es más bajo que el registrado para todo el período amplio 1980-2015 y, a su vez, muy por detrás del promedio mundial: 1.2%. En términos de niveles de producción, y tomando siempre al año 2007=100, para el año 2005 su nivel era de 108, esto es, un 8% más que en el año base.

**GRÁFICO 6: Evolución del PBI de los PAÍSES AVANZADOS**  
-Índice Año 2007=100-

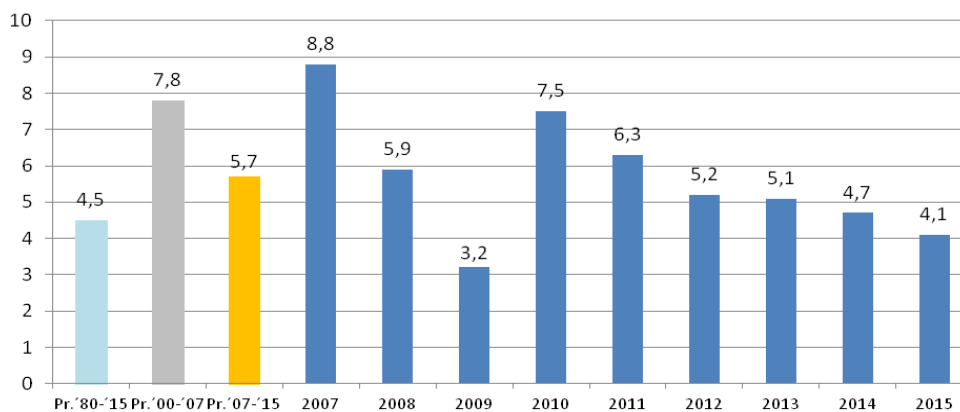


Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat>.

Para los *países emergentes* la situación es bien distinta cómo es posible observar en el Gráfico 7. En el peor momento de la crisis pasaban de crecer al 8,8% en el año 2007 a registrar una caída importante pero manteniendo una tasa de crecimiento positivo del 3,2%. Luego, se observan tasas más altas que el promedio mundial, en torno al 5.7%, promedio para el período 2007-2015.



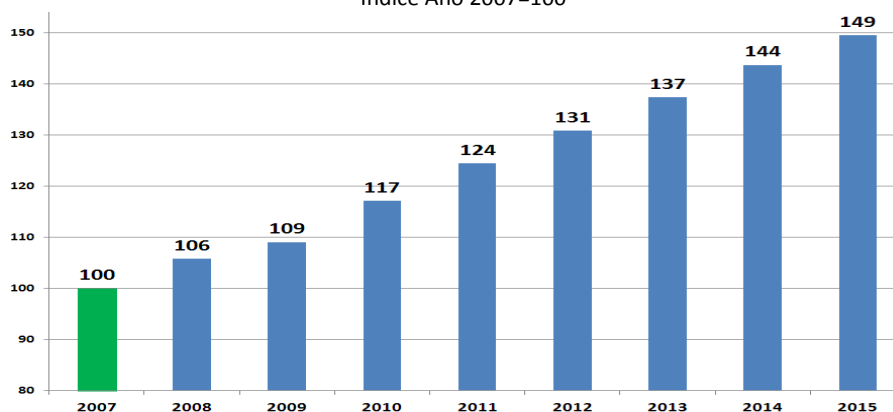
**GRÁFICO 7: Evolución de las Tasas de Crecimiento para los PAÍSES EMERGENTES**  
 -en %. Período 2007-2015 y promedios por diferentes períodos-



Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat>.

Por otro lado, en términos de niveles de producción, hoy producen un 49% más de lo que producían en el año 2007 como lo indica el gráfico siguiente:

**GRÁFICO 8: Evolución del PBI de los PAÍSES EMERGENTES**  
 -Índice Año 2007=100-

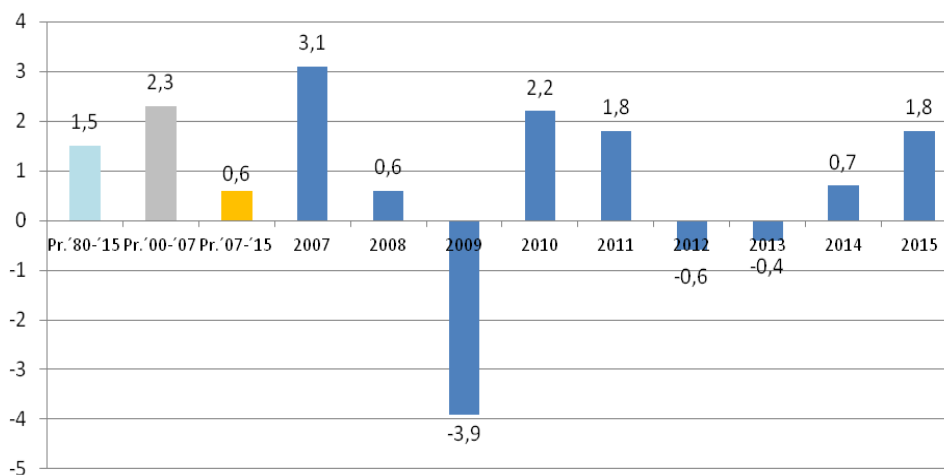


Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat>.

En los *países de la zona del euro*, la situación es aún más grave que la registrada para los países desarrollados. Sus promedios de crecimiento –para el período 1980-2015 como sub-períodos- están bien por debajo del promedio mundial. Pero, a su vez, en el peor año de la crisis registran una caída del 3.9% al mismo tiempo que vuelven a asistir a registros negativos en su tasa de crecimiento para los años 2012 y 2013. Todo esto permite considerar que el promedio para el sub-período 2007-2015 sea del orden del 0.6%, el peor registro en relación al promedio mundial como del resto de los grupos o regiones.

**GRÁFICO 9: Evolución de las Tasas de Crecimiento para los PAÍSES ZONA EURO**

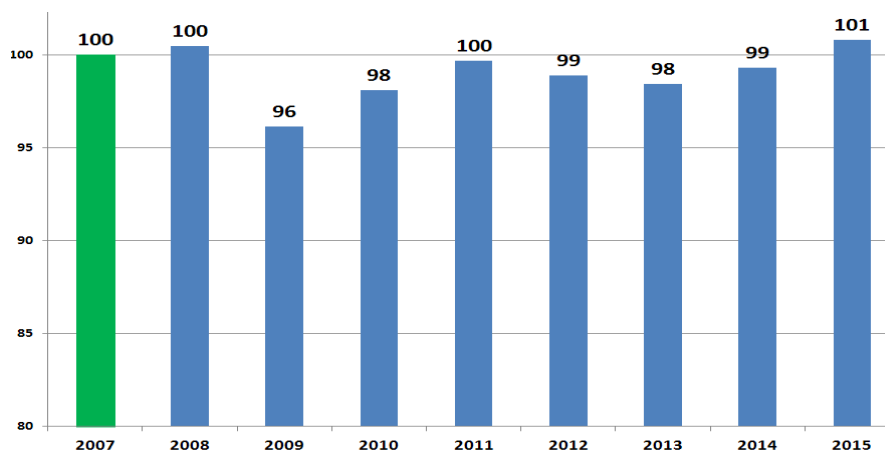
-en %. Período 2007-2015 v promedios por diferentes períodos-

Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat>.

Cuando analizamos el nivel de producción de riqueza, en términos del año 2007=100 en el 2015 producían lo mismo que ocho años atrás como lo evidencia el siguiente gráfico:

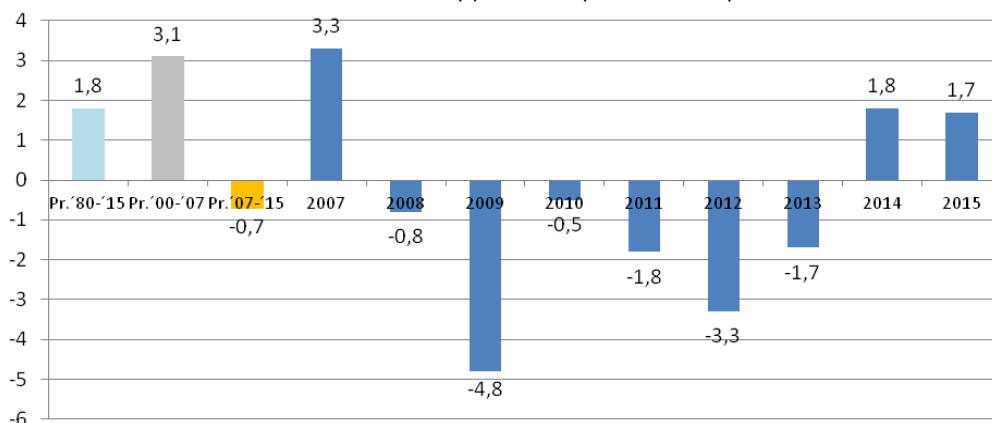
**GRÁFICO 10: Evolución del PBI de los PAÍSES ZONA EURO**

-Índice Año 2007=100-

Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat>.

¿Cómo ha sido el desempeño de los **PIIGS**? Esto es, Portugal, Italia, Grecia, Irlanda y España. Estos, países no presentaban un desempeño económico poco alentador en el período y/o año previo a la crisis. Sin embargo, caen fuertemente en el año 2009 y continúan con performances negativas para los años 2011, 2012 y 2013, arribando a un promedio para el sub-período 2007-2015 de  $-0.7\%$ .

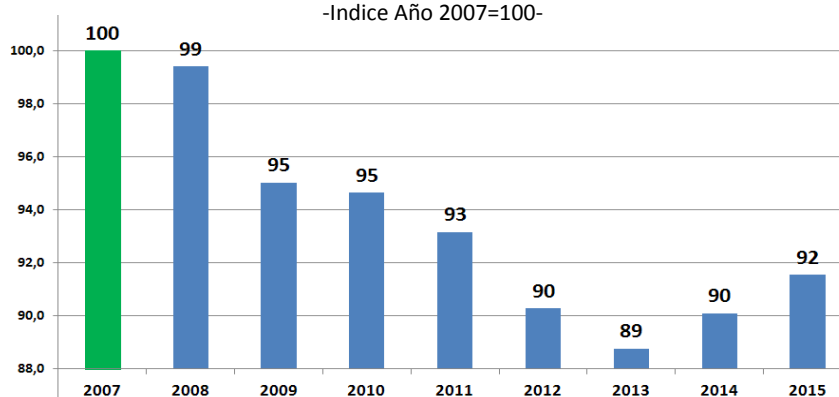
**GRÁFICO 11: Evolución de las Tasas de Crecimiento para los PIIGS**  
-en %. Período 2007-2015 y promedios por diferentes períodos-



Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat>.

En términos de producción de riqueza, la situación económica negativa es contundente: de producir 100 en el año 2007, hoy están muy por debajo, menos de un 10% con respecto al año base.

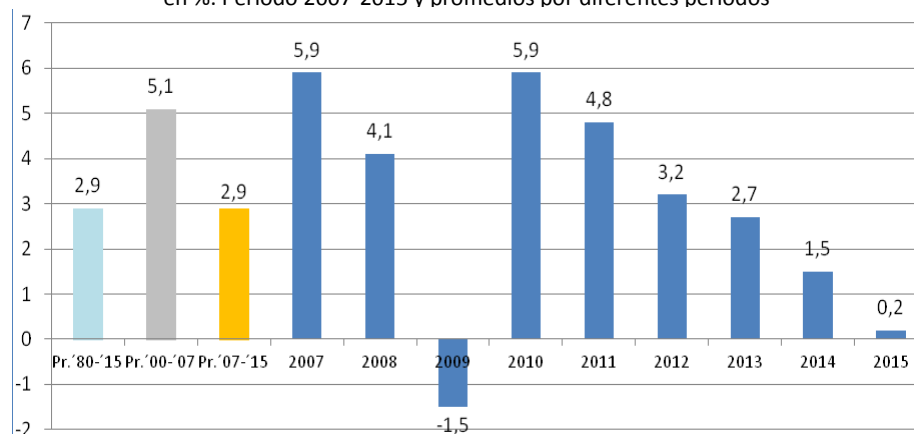
**GRÁFICO 12: Evolución del PBI de los PIIGS**  
-Índice Año 2007=100-



Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat>.

El quinto grupo de países a analizar es *América Latina*. En el peor año de la crisis, la región cae a un 1,5% de crecimiento cuando el mundo cayó 3%. La recuperación posterior no ha sido consistente ni duradera, arribando a un promedio para el sub-período 2007-2015 del orden del 2.9% que, por cierto, coincide con el promedio de todo el período 1980-2015 como lo deja ver el Gráfico 13.

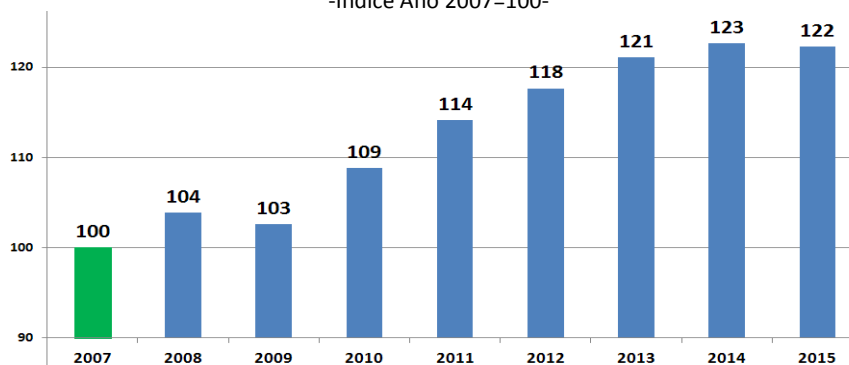
**GRÁFICO 13: Evolución de las Tasas de Crecimiento para AMERICA LATINA**  
-en %. Período 2007-2015 y promedios por diferentes períodos-



Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat>.

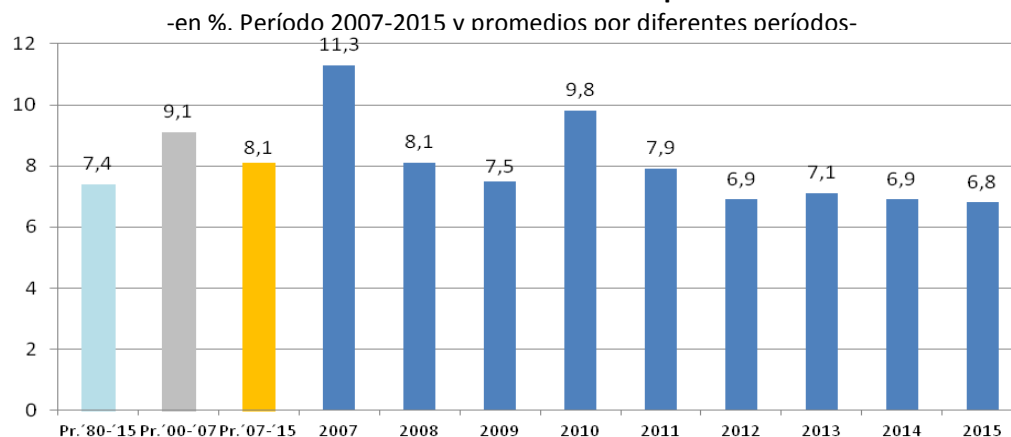
Cuando hacemos referencia a los niveles de producción, en el 2015 se estaba obteniendo un 22% más que en relación al año base.

**GRÁFICO 14: Evolución del PBI de los PAÍSES DE AMÉRICA LATINA**  
-Índice Año 2007=100-



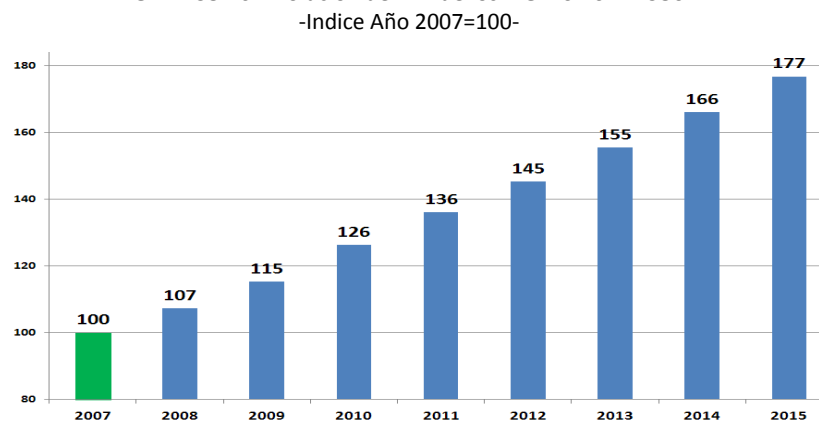
Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat>.

Sin lugar a dudas que los *Tigres Asiáticos* -incluido China- son los que mejor desempeño han mostrado antes, durante y después de la ocurrencia de la crisis como lo indicamos anteriormente. El impacto sobre los mismos tuvo acotado al peor año de la crisis. La región se ha estabilizado en torno a una tasa de crecimiento promedio del 8% para el sub-período 2007-2015.

**GRÁFICO 15: Evolución de las Tasas de Crecimiento para los TIGRES ASIÁTICOS**

Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat>.

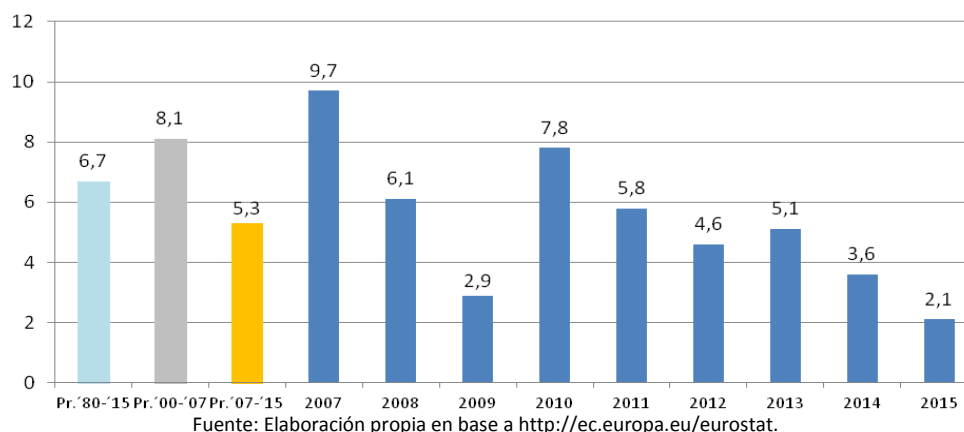
En términos de niveles de producción, en el pasado año 2015 el grupo producía un 77% más que en relación al año base, como lo indica el siguiente gráfico:

**GRÁFICO 16: Evolución del PBI de los TIGRES ASIÁTICOS**

Fuente: Elaboración propia en base a <http://ec.europa.eu/eurostat>.

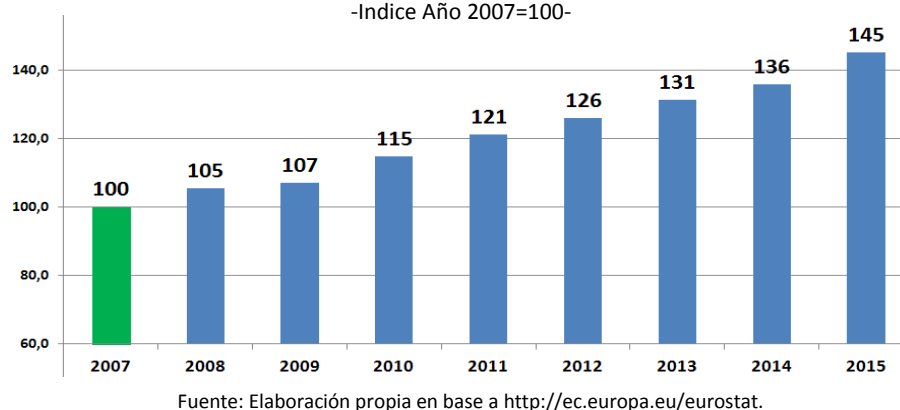
El último grupo a analizar es el de los **BRICS** –integrado por Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica-, hoy en día en fuerte cuestionamiento a su cohesión interna por el deficiente crecimiento y/o situación institucional en Brasil, la mala performance de Rusia, afectada por la caída de los precios del petróleo, e India con tendencias hegemónicas en relación a China. El grupo evidenció una buena evolución económica en los últimos años –por debajo de los resultados arrojados por los Tigres Asiáticos- aunque pasaron de crecer al 9,7% en el 2007 a un nivel de un poco más del 2% en el pasado 2015. En lo referente al promedio para el subperíodo 2007-2015 el mismo fue del orden del 5.3%.

**GRÁFICO 17: Evolución de las Tasas de Crecimiento para los BRICS**  
-en %. Período 2007-2015 y promedios por diferentes períodos-



En cuanto a la producción agregada de riqueza, hoy están produciendo un 45% más en relación al año base.

**GRÁFICO 18: Evolución del PBI de los BRICS**  
-Índice Año 2007=100-



Esto pone de relieve el impacto de las economías emergentes en el equilibrio final de la economía mundial. A pesar de que estos últimos sufrieron los efectos de la crisis financiera internacional la caída de la economía mundial habría revestido una gravedad mayor de no ser por la tracción ejercida por las economías emergentes como bien dejan apreciar estos gráficos.<sup>7</sup>

## 2.4 Evaluación y perspectivas a mediano plazo

A ocho años del inicio formal de la crisis, es obvio que el crecimiento mundial todavía se encuentra amesetado en un nivel bajo en relación al promedio de los últimos veinticinco años. Si a ese contexto le sumamos, como se mencionó anteriormente, la crisis de liderazgo de los Estados Unidos como superpotencia mundial, la proliferación de conflictos regionales particularmente en el cercano Oriente, más la incertidumbre –hoy acotada- del impacto y los costos de la salida de Gran Bretaña de la Eurozona, es claro que, en el corto plazo, las expectativas por recuperar tasas de crecimiento más altas están congeladas.

<sup>7</sup> En la presente sección y por cuestiones de simplificación se tomaron en consideración las regiones que revisten mayor importancia en términos económicos y en lo referente a los objetivos de este trabajo. Para un estudio profundo de regiones aquí no contempladas ver, Word Bank (2016).

Los países que están más afectados por la crisis -los PIIGS- están sobreviviendo en un marco donde la corrección de desequilibrios macroeconómicos posee un costo elevado. Los ciudadanos de las principales economías de la Eurozona están financiando la ayuda que la Unión fomenta al resto de las economías de menor productividad con reducción de subsidios, salarios, presupuestos públicos, presupuestos educativos, jubilaciones y pensiones, entre otros, afectando las tendencias de crecimiento de los primeros. Por otro lado, los commodities van a continuar con tendencia decreciente en los próximos años si es que la correlación inversa con el dólar se sigue manteniendo a futuro. La soja probablemente se recupere en el corto plazo aunque se construyen malas perspectivas para los precios de los hidrocarburos. Esto último afecta a Argentina, como así también, al resto de Latinoamérica y en especial a Brasil que es nuestro principal socio comercial. Si a ello se le suma que los flujos financieros se han reducido en nuestra región, es también claro que el efecto combinado de todo lo antes expuesto implica un fuerte proceso de desaceleración económica para casi todos los países de América Latina.

Por otro lado, los datos de los últimos años permiten observar que, en el proceso de corrección macroeconómica a nivel mundial, uno de los principales impactos colaterales de la crisis se da en las economías emergentes. En lo referente a este último grupo de países, se ha demostrado que aún con tasas de crecimiento altas no pueden compensar la reducción de la tasa de crecimiento de los Estados Unidos aunque como se dijo anteriormente impiden que la profundidad de la crisis a nivel mundial sea mayor. En ese marco, las agresivas políticas de estímulos monetarios que llevó a cabo tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo no han fortalecido las expectativas de recuperación económica (la famosa “trampa de la liquidez” que postulaba Keynes está en plena vigencia), con lo cual, y particularmente, el proyecto de Reforma Fiscal de los países de la zona euro genera más presiones recesivas. Todo lo anterior obliga a un fortalecimiento de la coordinación y cooperación de las políticas económicas a nivel mundial.

En el caso particular de la Eurozona, Alemania está imponiendo un nuevo sistema de incentivos a la racionalidad inter-temporal en términos fiscales; por ende Alemania no es solamente la que establece cual es la relación entre el euro vs. el precio de las divisas sino que también Alemania va a comenzar a definir y establecer cómo se establece la política fiscal a nivel de la Eurozona. Es esta situación la que genera mayor presión en las correcciones de la actividad económica hacia la baja en los países afectados. Si a ello se le suman los problemas sociales recientes –como la inmigración de Cercano Oriente- no sería descabellado pensar que haya “nuevos Brexits” a la vuelta de la esquina.<sup>8</sup>

¿Cuáles son las perspectivas económicas a futuro? Pues, la mayor parte de las estimaciones indican que, en el 2015 el mundo creció al 2,7% y se va mantener casi con una muy leve recuperación en torno al 2,8%-3% para este año y el que viene. Por otro lado, la inflación está relativamente contenida en torno al 3%. A nivel de las principales regiones, América Latina no tendrá una buena performance, tanto desde el punto de vista del aumento de su PBI como

---

<sup>8</sup> El “Brexits” denominación que simboliza la voluntad de parte del electorado inglés de abandonar la Unión Europea representa todo un desafío no solo para el bloque regional europeo sino también para la economía mundial y las economías emergentes no quedan excluidas del impacto que tal medida pueda generar. En lo referente a los efectos de tal medida uno de los canales que no puede dejarse de lado es el financiero, dado que aquí la reacción es inmediata, en especial en la valoración de activos y en los movimientos de capitales entre los mercados centrales y emergentes. Para un análisis de tal impacto ver: J.P.Morgan (2016); FMI (2016,a); FMI (2016,b).

de su nivel de inflación. El siguiente cuadro muestra la situación, para el promedio mundial y algunas regiones en términos de inflación y aumento del PBI para los años 2016 y 2017.

**CUADRO 1: Perspectivas de Crecimiento e Inflación**

-Total Mundial, Principales Países y Regiones-

	% Crecimiento PIB			INFLACIÓN		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
MUNDO	2,7	2,8	3,0	2,0	3,1	3,0
OCDE	1,9	2,0	2,1	0,5	1,5	2,1
EE.UU.	2,4	2,3	2,4	0,1	1,5	2,3
JAPÓN	0,7	0,9	0,7	0,8	0,4	1,7
Zona Euro	1,6	1,6	1,7	0,1	0,5	1,4
RUSIA	-3,8	-1,0	1,2	7,8	15,2	8,1
LATINOAMÉRICA	-0,2	-0,1	2,1	13,5	17,3	10,7
ASIA – Pacífico	3,4	3,6	4,0	2,4	2,9	3,2
CHINA	6,9	6,4	6,0	1,5	1,9	2,2
INDIA	7,3	7,4	7,4	5,1	5,3	5,4

Fuente: Elaboración propia en base a BNP Paribas

En los países de la Eurozona y de Europa del este, la performance económica que se observa es de bajo crecimiento (con un rango de -1% al 4% y promedio del 1.6% para la Eurozona) y baja inflación (entre -0.5% y 2%, con un promedio del orden de 1% para la misma región), según los países. La principal preocupación de estas economías gira en torno a la tasa de paro o Desempleo, que asume valores muy altos, en relación al mismo grupo de países. Estas últimas son del 20% para España y en torno al 4% para Alemania, con un promedio en torno al 10%.

**CUADRO 2: Perspectivas de Crecimiento e Inflación**

-Eurozona y Europa del Este-

PAÍS/ÁREA	Tasa Paro 2015	CRECIMIENTO DEL PIB			INFLACIÓN		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
ALEMANIA	4,3	1,7	1,7	1,7	0,1	0,6	1,6
AUSTRIA	5,9	0,8	1,3	1,5	0,8	1,5	1,9
BÉLGICA	7,9	1,3	1,4	1,5	0,6	1,3	1,7
DINAMARCA	5,9	1,2	1,5	1,8	0,2	0,7	1,5
ESPAÑA	20,5	3,2	2,5	2,7	-0,5	0,2	1,5
FINLANDIA	9,4	0,2	0,6	1,3	-0,2	0,4	1,1
FRANCIA	10,2	1,1	1,3	1,5	0,1	0,4	1,1
GRECIA	24,6	-0,4	-1,0	1,5	-1,1	0,4	1,4
HOLANDA	6,5	2,0	1,9	1,8	0,2	0,7	1,4
IRLANDA	8,8	6,6	3,8	3,7	0,0	0,6	1,3
ITALIA	11,5	0,7	1,1	1,2	0,1	0,3	1,0
POLONIA	6,9	3,6	3,2	2,9	-0,7	0,5	3,2
PORTUGAL	12,2	1,0	1,5	1,7	0,5	0,5	1,1
REINO UNIDO	5,1	2,2	2,1	2,1	0,0	0,6	1,7
SUECIA	7,0	3,6	3,0	2,7	0,7	0,9	1,5
Zona Euro	10,3	1,6	1,6	1,7	0,1	0,5	1,4
Europa del Este	-	3,4	3,0	2,8	-0,4	0,6	2,6

Fuente: Elaboración propia en base a BNP Paribas (2015)

¿Cómo estamos nosotros? Pues no muy bien. En el caso de Argentina todo parece indicar que la recuperación requiere de un plan de estabilización que aporte consistencia macroeconómica. Si nos guiamos por lo que se espera para el corriente año el producto va a caer un 0.1%. Puede haber una mejora leve para el año que viene pero, en términos de inflación, los valores son elevados si tomamos en consideración economías con igual o inferior estructura productiva. En general Latinoamérica tendrá este año al igual que el anterior mala performance en términos de crecimiento económico mientras se observa una clara tendencia a la desaceleración inflacionaria.



Quien sí presenta una situación macroeconómica delicada es Venezuela, cuya evolución económica e inflacionaria permite prever gran nivel de inestabilidad económica, política y social. Por último, es interesante analizar qué es lo que podría ocurrir con los dos gigantes de América latina: Brasil y México. Brasil está registrando una suba de su tasa de inflación con mal nivel de actividad económica mientras que México mantiene ambas variables en torno al 3% promedio. No es de menor importancia recordar que el primero de los países mencionados se encuentra atravesando una compleja crisis institucional que reduce sus perspectivas de recuperación, dato de suma importancia, para Sudamérica dado que se trata de la primera economía del Mercosur.

**CUADRO 3: Perspectivas de Crecimiento e Inflación**  
 -América Latina-

	% Crecimiento PIB			INFLACIÓN		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
TOT. LATINOAMÉRICA	-0,2	-0,1	2,1	13,5	17,3	10,7
ARGENTINA	1,3	-0,1	3,2	23,5	32,0	17,7
BRASIL	-3,7	-3,1	0,5	10,7	7,1	5,6
CHILE	2,0	2,1	2,8	4,4	3,5	2,8
COLOMBIA	2,9	2,6	3,1	6,8	5,0	3,6
ECUADOR	0,3	-0,2	1,5	3,4	2,8	3,3
MÉXICO	2,5	2,8	3,1	2,1	3,7	3,3
PERÚ	2,9	3,4	4,4	4,4	3,3	2,9
VENEZUELA	-7,6	-6,9	0,5	181,0	320,0	172,0
Resto Latinoamérica	4,1	3,9	3,9	2,9	4,2	4,3

Fuente: Elaboración propia en base a BNP Paribas (2015)

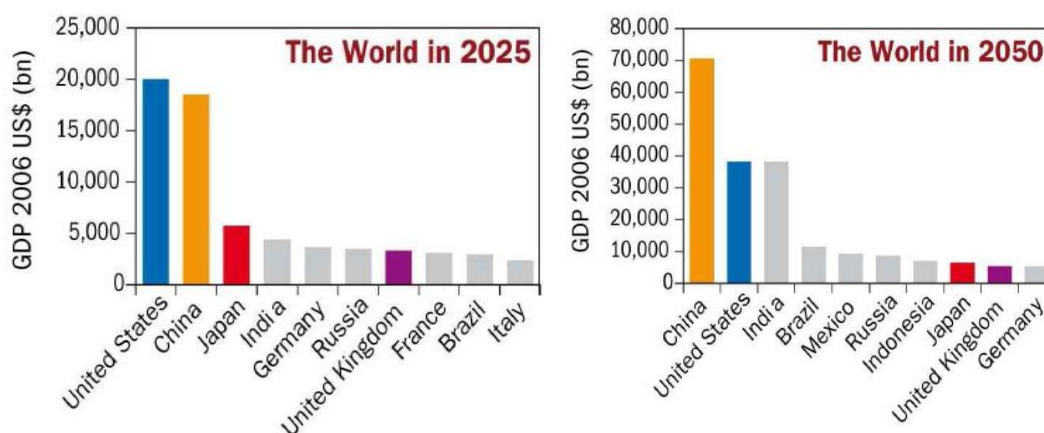
## 2.5 ¿Tendencias a largo plazo?: China y las nuevas hipótesis de liderazgo mundial

Como ponen en evidencia los datos antes examinados las economías emergentes están cumpliendo un papel preponderante en un mundo donde las economías desarrolladas parecen encontrarse en un perdurable estado estacionario. Dentro de este conjunto de economías emergentes es imposible realizar un análisis dejando de lado la economía China no solo por la importancia que su impulso imprime a la economía mundial sino también por el impacto que la misma posee sobre economías en desarrollo<sup>9</sup>.

Aun tomando en consideración lo argumentado anteriormente sorprendieron las conclusiones de un trabajo de proyección que formuló el Banco de Inversión BNP Paribas en el año 2011. Los resultados se exponen a continuación.

<sup>9</sup> Para un análisis referente al peso de la economía China en las economías de América Latina y el Caribe ver, CEPAL (2016).

GRÁFICO 19: Tamaño proyectado: Países varios

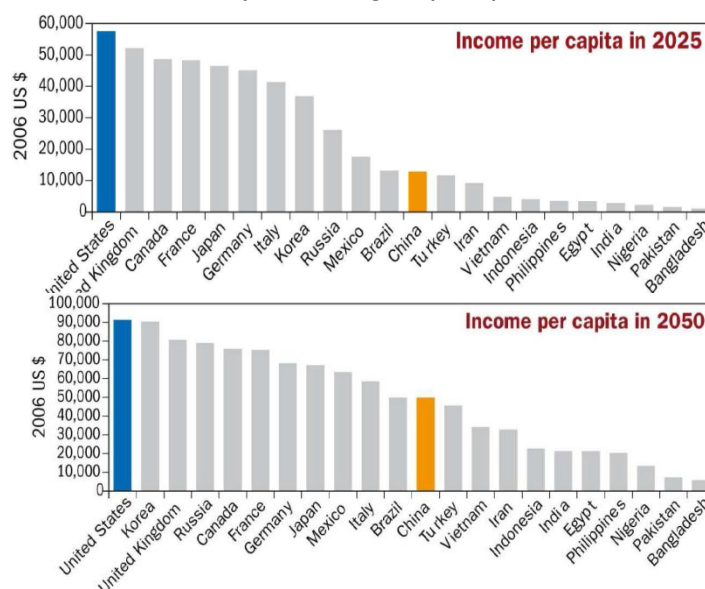


FUENTE: BNP Paribas (2011)

Nadie pensaba que la magnitud de la economía China sería tan importante en términos relativos. De acuerdo a BNP Paribas, en el año 2025, la economía de China sería casi igual, en términos de niveles de producción, a la economía de los Estados Unidos (no olvidemos que EE.UU. produce el 25% de la riqueza de la economía mundial). Pero, al mismo tiempo, dicho banco expresó que, en el 2050, la economía China sería casi el doble de la economía americana. Este juego de poder es el que se ha anticipado a la actualidad por lo que la potencialidad de un cambio de liderazgo a nivel mundial es lo que genera, entre otros aspectos, este clima de inestabilidad a nivel global.

Más tarde, Goldman Sachs (2012), expuso información, como la que se muestra a continuación. Siguiendo la misma línea a la antes expuesta observan que:

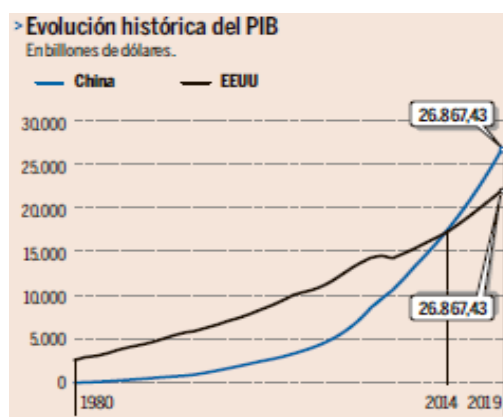
GRÁFICO 20: Proyección de ingreso per cápita: Países Varios



Lo que este banco de inversión revela es que, en términos de producción bruta per cápita, en el año 2025 dicha variables serían de aproximadamente US\$ 60.000 al año para los Estados Unidos mientras que China alcanzaría valores levemente por debajo de los US\$ 10.000. Pero,

25 años después, dicha variable pasaría a U\$S 90.000 para Estados Unidos (+50%) mientras que para China su valor se acercaría a los U\$S 50.000 (+400%). Ahora bien, más allá de estas estimaciones, en el año 2014 el Fondo Monetario Internacional anticipó en 10 años la re-estimación de las estadísticas de los países, determinando que, en términos de Paridad de Poder de Compra, ya China es igual a los Estados Unidos.

**GRÁFICO 20: Los números del FMI, para el 2014**



FUENTE: IMF (2012), Finance and Development Magazine

Más allá de estas estimaciones y/o proyecciones realizadas, la pregunta válida a formular es si los chinos ¿tienen la potencialidad que dichos datos arrojan como para ser la próxima superpotencia?

Al parecer la potencialidad de la economía China es una realidad innegable pero a pesar de la misma las cosas no resultan tan transparentes para el mundo financiero. En el último informe elaborado por Goldman Sachs (2016) referido al gigante asiático los resultados distan de ser tan exitistas. Titledo “Walled in: China’s Great Dilemma” los técnicos del banco presentan una hipótesis de trabajo menos optimista. Según los mismos la economía china está encerrada en un dilema complejo. Para que esta última pueda acceder a los resultados antes expuestos es necesario que se implementen un conjunto de reformas de cara al futuro.

Entre las más importantes se destacan el paso gradual de una economía con gran perfil en los pilares exportador-inversor a otro en el que el consumo interno ocupe un rol de mayor preponderancia, liberalización de los mercados financieros, reforma fiscal y reforma agraria. A esto último se le suman un conjunto de aspectos que son de relevancia como problemas demográficos, reducida calificación en capital humano, indicadores medioambientales desfavorables y condiciones de negocios que no cumplen con todos los parámetros deseados.<sup>10</sup> Tomando en consideración lo anterior, según el banco, el gigante asiático se encuentra acorralado entre las opciones de llevar adelante un programa estructural de reformas que de implementarse en forma acelerada repercutirá en negativamente en la ya menguada tasa de crecimiento, o bien, no realizarlas o hacerlo en forma muy gradual conduciría a poner en duda la posibilidad de éxito de las reformas ampliando la inestabilidad.

<sup>10</sup> En este sentido, en un informe del Fondo Monetario Internacional fechado en Julio de 2014 se analizan los riesgos y la acumulación de vulnerabilidades que la economía China presenta. Se mencionan así la necesidad de políticas diferentes en torno al manejo de la demanda agregada, la búsqueda de un crecimiento más inclusivo, mayor cuidado del medio ambiente, cambios en las finanzas, etc. Se menciona el programa de reformas anunciado por el gobierno y la posibilidad de que el producto se desacelere en el corto plazo. IMF (2014).

Los dilemas que esto último plantea para los decisores de las políticas públicas de China son de importancia y más en un contexto de un mundo desarrollado en estado estacionario, bajo crecimiento mundial, depreciaciones generales contra la moneda americana y problemas geopolíticos nuevos como, por ejemplo, intentos por parte de la política americana de establecer un equilibrio más armónico con el gigante asiático.

Todo lo anterior no hace más que agregar incertidumbre a una economía mundial que muestra indicadores económicos ralentizados y no deja ver con claridad tendencias de mediano y largo plazo. Estamos ante un mundo cauteloso que espera ver más para tomar decisiones que impliquen hundir capital y tomar mayor exposición al riesgo.

### **3. A modo de Conclusión: Desafíos para economías en desarrollo como la Argentina**

Una primer conclusión a partir de todo lo antes expuesto es que la incertidumbre de la economía mundial establece límites al crecimiento económico y parece que la inestabilidad será una, por no decir la principal, característica de la economía mundial en el corto y mediano plazo. En este sentido las economías pequeñas y con algún grado de apertura como la Argentina encuentran un primer problema en la imposibilidad de establecer anclajes a los fines de estabilizar expectativas.

La mayor volatilidad esperable de los flujos de capital, encontraran economías con macroeconomías sin viejos problemas de descalces de monedas, como fue el caso Argentino y de muchas economías en desarrollo décadas atrás. Aun así estas últimas no serán inmunes a la volatilidad que se pueda presentar en los llamados términos de intercambio al tiempo que los movimientos bruscos de capitales pueden profundizar los ciclos económicos.

Parece ser un momento en el cual lo conveniente es utilizar en forma pragmática todos los instrumentos posibles de política económica. Para que estos últimos sean efectivos no solo hay que generar grados de libertad de los mismos sino dotarnos de un apropiado margen que permita navegar un mundo inestable.

En este orden mantener políticas fiscales orientando gastos a mejorar fundamentalmente los niveles de capital humano e infraestructura que amplíen la productividad de los factores, evitar descalces de monedas, dotar a la economía de estabilidad cambiaria pero permitir que el tipo de cambio sea un instrumento que amortigüe posibles desequilibrios externos y gestionar reservas internacionales con el objeto de ampliar los márgenes de política económica son algunas medidas prudentes que pueden permitir navegar tiempos en los cuales la volatilidad será es rasgo principal.

Al momento de terminar de escribir en estas líneas la economía más importante del mundo suma mayor inestabilidad al llevar al centro del debate económico políticas proteccionistas que tendrán, de implementarse, un impacto directo en los flujos comerciales y en el costo del financiamiento para economías como la argentina. La inestabilidad financiera se complementa ahora con la posibilidad concreta de un mayor proteccionismo. Esto último no es menor para nuestro país el cual opto, recientemente, por una estrategia de apertura a los flujos de capitales mundiales y de incursión en los flujos comerciales ligados a procesos de apertura externos. Esto lleva a plantearse una posición de mayor precaución y cautela y a la necesidad de analizar escenarios alternativos ante la inestabilidad que parece prevalecer por lo menos en los próximos tiempos.

## 8. BIBLIOGRAFÍA.

- AGUILAR BENÍTEZ, O. (2011). *El proceso de globalización y la actual crisis financiera Capitalista*. Centro de Estudios Internacionales para el Desarrollo. Documentos de trabajo N° 67.
- BÁRCENA, A. (2012). *Panorama económico y social de América Latina y el Caribe. La perspectiva de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe*. Mimeo.
- BARCENA, A.; Prado, A.; Cimoli, M. y Pérez, R. (2013). *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe*. Revista de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe.
- BARCENA, A.; Prado, A.; Sunkel, O.; Hofman, A. y Torres, M. (2010). *Revista de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe*.
- BERG, A., Papageorgiou, C., Pattillo, C. y Spatafora, N. (2010). *The End of an Era? The Medium- and Long-term Effects of the Global Crisis on Growth in Low-Income Countries*. IMF Working Paper 10/205.
- BUCHIERI, F. (2009). *Crisis Bancarias Recientes en Argentina: Un Modelo Teórico y Evidencia Empírica Asociada*. Revista Ciencias Económicas. Facultad de Ciencias Económicas, UNL, Año 7 Vol. 2.
- BUCHIERI, F. (2009). *Prestamista de Ultima Instancia y Cajas de Conversión bajo Crisis Bancarias: "Inestabilidad Endógena en un Modelo de Equilibrio Múltiples*. Revista Ciencias Económicas. Facultad de Ciencias Económicas, UNL, Año 6 Vol. 2.
- BUCHIERI, F. (2010). *Desarrollo del Sistema Financiero y Crecimiento Económico: Teoría y Evidencia Empírica hasta la reciente Crisis Financiera Internacional*. Revista Ciencias Económicas. Facultad de Ciencias Económicas, UNL, Año 8 Vol. 2 (en edición y prensa).
- CALVO, G., Izquierdo, A. y Talvi, E. (2003). *Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons*. NBER Working Paper N° 9828.
- CEPAL (2009). *La actual crisis financiera internacional y sus efectos en América Latina y el Caribe*. Mimeo.
- CEPAL (2016). *Perspectivas económicas de América Latina 2016: hacia una nueva asociación con China*. Comisión Económica para América Latina.
- CERÓN CRUZ, J. (2008). *Crisis financieras internacionales, teorías explicativas y propuestas de reforma del Sistema Monetario: el caso de las sub-prime*. X Reunión de Economía Mundial. Universidad Carlos III, España.
- CUADRADO, J. Mancha, T. y Garrido, R. (2002). *Regional Dynamics in the European Union: Winners and Losers, en Regional Convergence in the European Union*. Springer-Verlag. Berlín.
- CUADRADO, J. y Mancha, T. (2008). *Política regional y de cohesión, en Economía de la Unión Europea*. Thomson-Civitas.
- CUADRADO, J., Mancha, T. y otros (2005). *Política Económica. Elaboración, objetivos e instrumentos*. Mc Graw-Hill. Madrid.
- DE GREGORIO, J. (2010). *El rol de los bancos centrales tras la crisis financiera*. Documentos de Política Económica. Banco Central de Chile.
- EICHENGREEN B. (2009). *The Financial Crisis and Global Policy Reforms*, University of California, Berkeley.
- FELDSTEIN M. (2008). *Credit and the Real Business Cycle*. Jornadas Monetarias y Bancarias 2008, Banco Central de la República Argentina.
- FERNANDEZ-ARIAS, E., Powell, A., y Rebucci, A. (2009). *The Multilateral Response to the Global Crisis: Rationale, Modalities, and Feasibility*. BID Working Paper No 4629.

- FMI (2014). *Perspectivas de la economía mundial. Crecimiento mundial decepcionante, ritmo de recuperación desigual y diferente en cada país*. Revista del Fondo Monetario Internacional.
- FMI (2016,a). *Incertidumbre tras el referéndum en el Reino Unido*. Perspectivas de la economía mundial al día. Fondo Monetario Internacional.
- FMI (2016,b). *Informe sobre la estabilidad financiera mundial de abril de 2016*. Resumen Ejecutivo. Fondo Monetario Internacional.
- GARCÍA MONTALVO, J. (2009). *Financiación inmobiliaria, burbuja crediticia y crisis financiera: lecciones a partir de la recesión de 2008-2009*. Papeles de Economía Española N° 122.
- GARCÍA, P. (2009). *Financial turmoil, illiquidity and the policy responses. The case of Chile*. *Economic Policy Papers*, n° 29, Banco Central de Chile.
- GOLDMAN SACHS (2008). *Annual Report*.
- GOLDMAN SACHS (2016). *Insight: Walled In: China's Great Dilemma*. Investment Management Division.
- GONZÁLEZ, A. (2009). *Crisis económicas mundiales: el efecto dominó*. Revista El buzón de Pacioli N° 66. Departamento de contaduría y finanzas. Instituto Tecnológico de Sonora.
- GUERRA, C. (2010). *La crisis sub-prime de Estados Unidos a la luz de la Escuela Austriaca de Economía*. Ideas de Libertad N° 125. Instituto Ecuatoriano de Economía Política.
- HERNÁNDEZ, M.; Moraleda, G. y Sánchez, A. (2011). *Crisis económicas a lo largo de la historia*. Agencia Estatal de Administración Tributaria.
- HEROLES CARDOSO, R. (2014). *La crisis financiera: orígenes y efectos*. Gaceta de Economía N° 16.
- IMF (2014). *People's Republic of China*. International Monetary Fund, Country Report No. 14/235.
- IZQUIERDO, A. y Talvi, E. (2009). *Policy Trade-offs for Unprecedented Times. Confronting the Global Crisis in Latin America and the Caribbean*. Mimeo, BID.
- J.P.MORGAN (2016). Los mercados emergentes tras el Brexit, ¿La sorpresa política de los mercados desarrollados debería favorecer la entrada de flujos en renta variable los mercados emergentes?. Investment Insights.
- LAFFAYE, S. (2008). *La crisis financiera origen y perspectivas*. *Revista del Comercio Exterior e Integración*. N° 13.
- LAFFAYE, S. (2009). *Evolución reciente de la economía internacional*. *Revista del Comercio Exterior e Integración*. N° 14.
- LANE, P. y Milesi-Ferretti, G. (2010). *The Cross-Country Incidence of the Global Crisis*. IMF Working Paper 10/171.
- LEMONS, M. (2011). *Crisis financiera internacional*. Universidad de Morón. Facultad de ciencias económicas. Seminario de integración profesional.
- LOPEZ, G.; Rodríguez, V. y Agudelo, G. (2010). *Crisis de deuda soberana en la Eurozona*. Perfil de coyuntura económica N° 15.
- MANCHA, T. y Garrido, R. (2008). *Regional Policy in the European Union: the cohesion-competitiveness dilemma*. *Regional Science Policy and Practice*. Vol.1, n° 1
- MARTIN, A.; Moraleda García, V. y Sánchez Arilla, M. (2010). *Crisis Económicas a lo Largo de la Historia*. Cuadernos de Formación. Colaboración 5/11. Volumen 12/2011.
- MAYER C. and Pence K. (2008). *Subprime Mortgages: What, Where, and to Whom?*, Lincoln Land Institute Conference.
- MEDINA, L. (2010). *The Dynamic Effects of Commodity Prices on Fiscal Performance in Latin America*. IMF Working Paper 10/192.

- MENEZES FERREIRA, V. y Rodil Marzábal, O. (2010). *Una aproximación al impacto de la actual crisis financiera sobre la economía real: el caso de los países europeos*. XII Reunión de Economía Mundial.
- NACIONES UNIDAS (2012). *Situación y perspectivas de la economías mundial 2012*. Sumario ejecutivo.
- OCAMPO A. (2011). *Macroeconomía para el desarrollo: políticas anti-cíclicas y transformación productiva*. Revista de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe.
- OCAMPO, A. (2009). *Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina*. Revista de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Mimeo.
- ONU (2009). *World Economic Situation and Prospects 2009*. Mimeo.
- REINHART C. and Rogoff K. (2008). *Banking Crises: An Equal Opportunity Menace*, NBER Working Paper No. 14587
- TANZI, V. (2010). *La crisis financiera y económica de 2008-2009: Efectos fiscales y monetarios*. Revista Internacional de Presupuesto Público - ASIP. Año XXXVIII, N° 74.
- TOVAR, C. y Quispe-Agnoli, M. (2008). *New financing trends in Latin America: an overview of selected issues and policy challenges*. Economic Review, n° 3.
- UNDP (2009). *La crisis financiera global: Implicaciones sociales para América Latina y el Caribe*. Cluster for Poverty, Human Developments and MDGs.
- WORD BANK (2016). *Global Economic Prospects. Divergences and Risks*. A World Bank Group Flagship Report