

Newsletter INSECAP UCES Facultad de Ciencias Económicas

RESUMEN EJECUTIVO

Como se viene marcando en los últimos Boletines, la situación internacional muestra un grado de volatilidad histórico. Si el diagnóstico del comportamiento de los mercados financieros internacionales estuviese a cargo de un psicólogo, sin duda el veredicto sería de un agudo proceso maniaco depresivo.

Diversas noticias motivan que un día las acciones y bonos que cotizan en los mercados se desplomen, recuperándose al día siguiente ante otra novedad. Sin embargo, cabe aclarar que el resultado final a lo largo de todo el año fue negativo, con pérdidas en prácticamente todas las Bolsas del mundo.

La Cumbre de mandatarios realizada en París y posteriormente el encuentro de presidentes del G20 arrojaron acuerdos que van en busca de profundizar los planes de ajustes fiscales, pero con la novedad de aceptar recortes en los capitales de las deudas, en particular de Grecia.

Por su parte, la situación local no estuvo exenta de los avatares de la dinámica internacional. El principal canal de transmisión fue la fuerte dolarización de portafolios de las empresas transnacionales y los inversores financieros. La salida de capitales por esta vía se agudizó previo al período electoral y a expectativas sobre una posible corrección al alza del tipo de cambio en los próximos meses.

En relación con la actividad económica "real", la industria manufacturera continuó con un sólido ritmo de crecimiento interanual, según la medición del Centro de Estudios de la Unión Industrial Argentina. De cara a los próximos meses, habrá que ver cómo impacta en la industria argentina la situación internacional. En particular, conviene observar de cerca la dinámica de la economía brasileña, debido a las elevadas interrelaciones que muestra con la producción local.

Noticias Internacionales

- Respiro en los mercados internacionales.
- La industria brasileña no logra salir del estancamiento (análisis especial).

Noticias Locales

- Continúa la salida de capitales y el Gobierno establece mayores controles.
- La producción industrial argentina creció 6,7% en agosto.

Noticias Internacionales

Respiro en los mercados internacionales

Luego de varias jornadas de fuertes expectativas en los mercados mundiales frente a la cumbre de mandatarios realizada en París, se conocieron los importantes acuerdos alcanzados en relación con la crisis de deuda que viven varios países de la Zona Euro.

En primer lugar, la noticia que se destacó fue el recorte del 50% acordado sobre el capital de la deuda griega. En efecto, los bancos acreedores de ese país aceptaron "voluntariamente" la quita de 50% del valor de los bonos griegos, únicamente porque la otra alternativa hubiera sido el default de ese país. Esto tendrá el efecto inmediato de alivianar los pagos que tiene que realizar el país helénico en materia de capital e intereses de la deuda externa.

Sin embargo, la quita fue condicionada a la implementación de un drástico plan de ajuste fiscal por parte del Estado griego, motivando la decisión del Primer Ministro Papandreu de plebiscitar la aprobación del acuerdo. Los temores a un rechazo al ajuste por parte de la población motivaron una fuerte presión política internacional, que culminó con la renuncia de Papandreu y su reemplazo por un gobierno de transición.

La noticia fue complementada con el anuncio de la ampliación de hasta u\$s 1.400 billones del Fondo Europeo de Estabilización Financiera (FEFF) para el rescate por parte de la Unión Europea de aquellos países con problemas de deuda. Cabe destacar que prácticamente el 40% de los bonos del FEFF han sido comprados por países de Asia, entre los que se destaca en primer lugar China.

En tercer lugar, los países miembros acordaron que la recapitalización de los bancos europeos debería ser de alrededor de EUR 100 billones y las entidades tendrían un plazo de seis meses para ampliar su capital. La Eurozona y los mercados respiran, pero pasada la euforia se viene una etapa en la que los detalles y la letra chica, así como la implementación, serán un tema a monitorear de cerca.

La reacción inmediata de los mercados fueron las altas subas en respuesta a la noticia, debido a que estos acuerdos contribuirían a disipar en el corto plazo las dificultades de la crisis de deuda que afecta a varios países de Europa y que preocupa al resto del mundo. En este contexto, la situación de España e Italia fue de alivio, al conocerse la voluntad de los gobiernos de la Zona Euro de no dejar caer a Grecia.

Sin embargo, estas jornadas de aparente calma y rebote no deben ser entendidas como la finalización del actual episodio de tensiones en el Viejo Continente. Máxime ya que ninguna de estas medidas combate las causas fundamentales de los desajustes al interior de la Zona Euro: la unidad monetaria entre países con distintas estructuras productivas. En este sentido, si bien la situación externa de Grecia puede mejorar en el corto plazo por los menores pagos de intereses y capital de su deuda, los desbalances persisten en el mediano plazo, en tanto continúe inserta en el Euro, dejándola carente de política monetaria y cambiaria.

La industria brasileña no logra salir del estancamiento (análisis especial)

En los últimos 18 meses, la producción de la industria brasilera prácticamente no ha crecido, según información del Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística (IBGE). En

efecto, durante el mes de septiembre, último dato disponible, la actividad industrial cayó 1,6% respecto de mismo mes del año anterior (Ver gráfico a continuación). Si la comparación es realizada contra el mes de

agosto, la variación desestacionalizada fue aun superior: -2%. Comparando con el mes de marzo de 2010, la producción del mes de agosto fue 1,1% inferior, denotando el estancamiento sufrido en los últimos 18 meses.

Comportamiento de la Industria Brasileña



Fuente: INSECAP UCES en base a datos de Instituto Brasileiro de Geografía y Estadísticas

En particular, es el sector automotor brasileño el que ha sufrido las mayores caídas, traccionada por la disminución en la demanda local de vehículos. Esto no representa una noticia positiva de cara a los próximos meses para el sector fabril en la Argentina, dadas las históricas complementariedades que ambos países comparten en materia de industrial.

Las razones que explican este comportamiento deben ser buscadas en la configuración macroeconómica que adoptó Brasil en los últimos años. El establecimiento del régimen monetario y cambiario conocido como *Inflation Targeting* ha sido relativamente efectivo para controlar los aumentos de precios, que prácticamente no superaron el 7% anual desde 2005, según datos oficiales. Dicho proceso fue logrado gracias a las persistentes subas en las tasas de interés de referencia (la tasa SELIC) del Banco Central Brasileiro (BCB).

Tradicionalmente, la teoría económica del *mainstream* entiende que el mecanismo de control de la inflación mediante aumentos de la tasa de interés es por el comportamiento de los créditos al consumo y a la inversión. Al aumentar la tasa de interés, se contraerían los créditos, desinflando el consumo y la inversión, sin presionar a la demanda agregada.

Sin embargo, el mecanismo observado durante los últimos 5 años fue el siguiente: al aumentar la tasa de interés de referencia, y dada la liberalización financiera que experimenta Brasil, sus bonos cotizados en reales se convirtieron en un jugoso instrumento financiero para los mercados internacionales. De esta forma, se comprobaron fuertes ingresos de capitales internacionales a Brasil, que presionaron el tipo de cambio a la baja en el mercado cambiario al ofrecer sus dólares para conseguir los reales necesarios para acceder a los bonos.

En efecto, desde junio de 2004 a agosto de 2011, el real brasileño pasó de R 3,11 por u\$s a R 1,54 u\$s, producto de la elevada oferta de divisas en el mercado cambiario. Esta apreciación fenomenal del real brasileño impidió que los aumentos internacionales de los precios de los alimentos y las materias primas se trasladasen a precios domésticos. Este fue el principal mecanismo de acción de las metas de *Inflation Targeting* en Brasil.

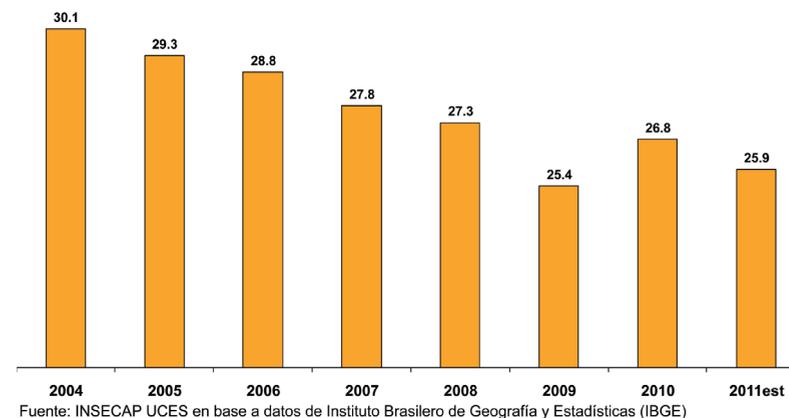
El efecto negativo que trajo aparejado la apreciación del real brasileño fue la pérdida de competitividad de su producción nacional. Aquellos sectores brasileños que gozan de fuertes ventajas comparativas, en general vinculados con la producción primaria (mineral de hierro, petróleo, carne y soja), continuaron su ritmo de crecimiento pues no enfrentan competencia importada.

Ahora bien, aquellos sectores más dependientes de la evolución del tipo de cambio, y su consecuente protección contra la competencia importada e incentivos exportadores, tuvieron un ritmo de crecimiento con menor dinamismo. Esto ocurrió principalmente con la industria brasileña, que ha sido uno de los sectores con menor crecimiento en los últimos 5 años.

Incluso, desde agosto de 2004, la producción industrial brasileña creció 17,7% mientras el Producto Interno Bruto aumentó 32,6%, prácticamente el doble, traccionado por las actividades primarias y extractivas, y el rubro de servicios. Esto significó una pérdida de participación de la industria en el total del valor agregado de la economía brasileña (Ver gráfico a continuación).

Brasil: Participación de la industria en el Valor Agregado

En % del valor agregado total



Según información elaborada por el IBGE, en 2004 la industria brasileña explicaba el 30,1% del total del PIB de la economía. Para 2011, la industria solamente aportó 25,9%, lo que

representa una caída de 4,2 puntos en solo 6 años. Es por esto que distintos autores sostienen que Brasil ha experimentado una *primarización de su economía* en los últimos años.

Noticias Locales

Continúa la salida de capitales y el Gobierno establece mayores controles

La salida de capitales en el mercado cambiario argentino continúa a un paso sostenido, como fuera señalado en Boletines anteriores (ver Boletín INSECAP N° 15). Los últimos datos oficiales disponibles, publicados por el Banco Central de la República Argentina, sostienen que durante el primer semestre del año la formación de activos externos del sector privado no financiero alcanzó los u\$s 9.801 millones. Comparado con el mismo período del año anterior, el crecimiento fue de 46,7%.

Distintas consultoras de mercado estiman para los últimos cuatro meses un ritmo mensual de fuga alrededor de los u\$s 2.500 millones. De mantenerse ese nivel de dolarización de portafolios, para fin de año se habrán fugado una cantidad similar a la experimentada durante 2008, año del estallido de la crisis internacional, el conflicto con el campo y la nacionalización de las AFJP.

La agudización de la crisis en Grecia y las expectativas sobre su transmisión a otros países europeos fue uno de los principales factores que explican la fuerte salida de capitales de los últimos meses. Este fenómeno internacional impactó en prácticamente todos los países emergentes, como señala la revista norteamericana *The Economist*.

En particular, las reservas internacionales de China cayeron u\$s 61.000 millones solo durante septiembre de 2011, producto del comportamiento defensivo de los inversores extranjeros. Más grave aún fue la fuga en Estonia, Indonesia y Ucrania.

Por su parte, también se comprobó la existencia de expectativas en agentes locales

que consideran que el dólar es una alternativa de inversión conveniente, con posibles correcciones al alza en los próximos meses. Para lograr dicha ganancia de capital, muchos inversionistas, que van desde grandes empresas, pymes a los pequeños ahorristas, decidieron dolarizar sus portafolios.

Ante un ritmo de formación de activos externos que puede poner en riesgo la acumulación de reservas por parte del Banco Central de la República Argentina (BCRA), el Gobierno tomó una serie de medidas que buscan controlar esta salida. En primer lugar, se conocieron las disposiciones para que empresas mineras y petroleras liquiden en el mercado local la totalidad de sus ingresos provenientes del extranjero. Esta medida busca garantizar la oferta de dólares.

Por otro lado, el BCRA dispuso que, para aprobar cualquier operación de compra de moneda extranjera, sea necesaria la aprobación del origen de los fondos por aporte de la Administración Federal de Ingresos Públicos. Esta medida generó serias dificultades para la gran mayoría de los pequeños ahorristas que intentaron comprar dólares en las últimas jornadas. Y también puede haber resultado inoportuna, pues agudizó la preocupación de gran cantidad de agentes sobre una temática que está determinada en gran parte por las propias expectativas del comportamiento futuro.

La producción industrial argentina creció 6,7% en agosto

Según información elaborada por la Unión Industrial Argentina (UIA), la producción de la industria local creció 6,7% en agosto de 2011 comparado con el mismo mes del año anterior. Si la comparación es realizada contra julio pasado, la actividad aumentó 2,5% en términos desestacionalizados. De esta

forma, durante los primeros ocho meses del año, el crecimiento acumuló 8,7% respecto de mismo período de 2010.

Sin embargo, cabe resaltar que el dinamismo de la producción local estuvo explicado en buena parte por el buen comportamiento de la industria automotriz, de sustancias y productos químicos y de minerales no metálicos. El resto de los sectores industriales evidenciaron un comportamiento menos dinámico y más heterogéneo.

Parte del dinamismo estuvo explicado por la positiva tracción provocada por las ventas al exterior de bienes industriales. En este sentido, las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) aumentaron 38%

interanual, consecuencia del incremento del 27% en las cantidades y del 9% en los precios, según información provista por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC).

En particular, las exportaciones de MOI crecieron principalmente por la evolución de tres bloques: productos químicos y conexos (en especial biodiesel), automotriz y piedras, metales preciosos y monedas (en especial oro). Por su parte, las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), que si bien poseen cierto proceso de transformación industrial se caracterizan por ser intensivas en recursos naturales, crecieron 26% interanual en su totalidad por el efecto precio, ya que las cantidades permanecieron constantes.



Editor Responsable
Dr. José Basso

Staff

Instituto de Economía Aplicada
Director: Mariano de Miguel

Economista Coordinador
Diego Coatz

RESPONSABLES BOLETÍN
Gustavo Ludmer, Julián Hecker

Economistas
Enrique Aschieri, Demián Dalle, Sergio Woyecheszen

Asistente de Investigación
Joaquín Escardó

Facultad de Ciencias Económicas
Decano: Dr. José Basso

Paraguay 1457 (C1061ABA), Ciudad de Buenos Aires, Argentina
Tel.: 4815-3290 int. 831. Fax: 4816-5144
<http://www.uces.edu.ar/>

Es una publicación periódica de INSECAP