

Tel: (011) 4393-0375
info@ieral.org

Investigadores:

Jorge Vasconcelos
(Coordinador)

Editorial
Gustavo Reyes

En Foco 1
Joaquín Berro Madero

En Foco 2
Guadalupe Gonzalez

En Foco 3
Martín Clausse

En Foco 4
Eliana Miranda

Edición y
compaginación:
Karina Lignola

www.ieral.org

Editorial:	¿Qué hay detrás de la tensión cambiaria?	2
<ul style="list-style-type: none"> En el último período, factores externos e internos se conjugaron para activar una mayor demanda de divisas: entre ellos, la mayor incertidumbre por la Eurozona, la suba del riesgo país por la nacionalización de YPF y el creciente desfase entre la evolución de los costos locales y el tipo de cambio oficial En esas condiciones, las nuevas restricciones que sufrieron los particulares para adquirir moneda extranjera tuvieron impacto directo sobre la brecha cambiaria Desde enero de 2011, la cotización del dólar en el llamado mercado paralelo subió 49% frente a 32% de los precios (institutos de provincias); para desalentar expectativas de devaluación la Argentina debería abocarse a resolver el problema inflacionario 		
En Foco 1:	Evolución comparada de las reservas externas de los bancos centrales de la región	10
<ul style="list-style-type: none"> Entre 2007 y 2011, Brasil multiplicó por 2 el nivel de sus reservas y Chile lo hizo por 2,5 veces La Argentina, pese a acumular crecientes saldos comerciales, muestra un nivel de reservas estancado respecto de 2007 En términos de PIB, las reservas de nuestro país pasaron de 18% en 2007 a 10% en 2011, mientras que en Chile el fenómeno fue inverso, con un ratio que pasó de 10% a 18% del PIB 		
En Foco 2:	Es récord el superávit comercial neto de combustibles	14
<ul style="list-style-type: none"> Descontado el impacto del déficit energético, el saldo entre exportaciones e importaciones acumula en doce meses US\$14,7 mil millones Se confirma el escenario de un sobre ajuste en el sector externo de la economía: la merma en bienes de capital explica la mitad de la caída de las importaciones, según los últimos datos De los principales socios comerciales, en Abril sólo dos destinos (China y Chile) conservan signo positivo en la variación interanual, mientras caen las ventas a la Unión Europea (-19,6%), a Brasil (-6,2%) y al Nafta (-3,8%) 		
En Foco 3:	Marcada desaceleración del comercio mundial en el primer trimestre de 2012	19
<ul style="list-style-type: none"> Las importaciones mundiales crecieron 5% interanual en dólares en el primer trimestre de este año, tras subas de 21,4% y 11,8% en el tercer y cuarto trimestre de 2011 El volumen de importaciones aumentó 4,4% interanual en las economías emergentes en el primer trimestre de 2012, mientras que en las economías avanzadas lo hizo 0,9% interanual En un año, la expansión de las importaciones mundiales en dólares recortó 16,3 puntos porcentuales, de los cuales 9,1 puntos se explican por precios y 6,2 puntos por volumen 		
En Foco 4:	Internacional: La Eurozona se prepara a librar una batalla crucial por la confianza en sus bancos	22
<ul style="list-style-type: none"> Nuevamente, el Banco Central Europeo deberá actuar como último recurso para evitar que los ahorristas teman por la suerte de sus depósitos La recesión en la mayoría de los países de la región y el alto desempleo hacen que cada vez resulte más difícil mantener la cohesión social Grecia, deberá resolver en los comicios del 17 de junio, la contradicción entre candidatos que son favoritos siendo rupturistas y una población que, en un 80%, prefiere seguir perteneciendo a la unión monetaria 		

Editorial

¿Qué hay detrás de la tensión cambiaria?

- En el último período, factores externos e internos se conjugaron para activar una mayor demanda de divisas: entre ellos, la mayor incertidumbre por la Eurozona, la suba del riesgo país por la nacionalización de YPF y el creciente desfase entre la evolución de los costos locales y el tipo de cambio oficial
- En esas condiciones, las nuevas restricciones que sufrieron los particulares para adquirir moneda extranjera tuvieron impacto directo sobre la brecha cambiaria
- Desde enero de 2011, la cotización del dólar en el llamado mercado paralelo subió 49% frente a 32% de los precios (institutos de provincias); para desalentar expectativas de devaluación la Argentina debería abocarse a resolver el problema inflacionario

En las últimas semanas, la novedad más importante en materia financiera ha sido la ampliación de la brecha entre el dólar oficial y el denominado "blue" que ha crecido nuevamente a niveles incluso superiores a los registrados a fines del 2011.

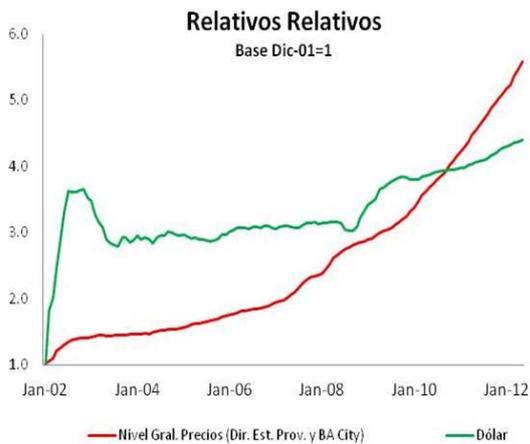
Este nuevo ascenso en la brecha cambiaria ha generado bastante incertidumbre en la población en general. Ante estos hechos, dos preguntas aparecen como relevantes para analizar y son las siguientes: ¿Por qué se disparó justo ahora la brecha cambiaria? ¿Ha subido demasiado la cotización del dólar blue?



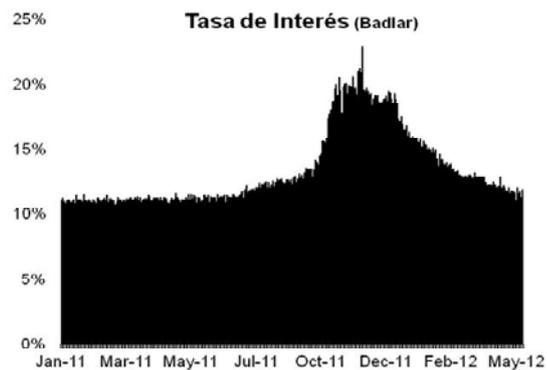
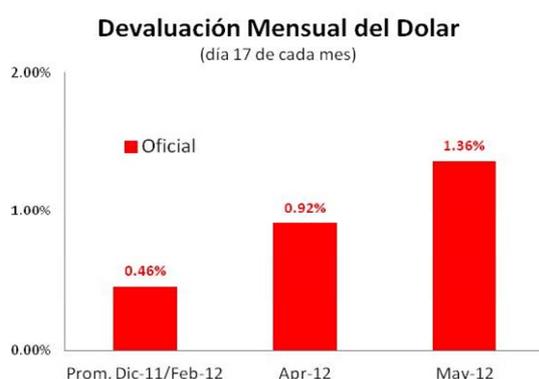
¿Por qué se disparó justo ahora la brecha cambiaria?

Entre las distintas razones que pueden explicar esta pregunta, se destacan al menos cinco motivos que son los siguientes: la razón básica del problema cambiario en los últimos tiempos, la dinámica financiera de Argentina y del mundo durante los recientes meses así como también la evolución de las exportaciones de nuestro país y la nacionalización de YPF.

La razón básica del problema cambiario en los últimos tiempos si bien no explica por qué se disparó justo ahora la brecha cambiaria, sí ayuda a entender la presión que existe en dicho mercado desde hace un tiempo en la Argentina. El motivo de esta presión se debe a la falta de consistencia entre la política cambiaria oficial y la tasa de inflación. En Argentina desde hace tiempo el ritmo inflacionario supera ampliamente la devaluación oficial del tipo de cambio, generando una permanente caída del tipo de cambio real, situación que además de complicar la rentabilidad de los sectores exportadores, alimenta permanentemente las expectativas de devaluación del tipo de cambio.

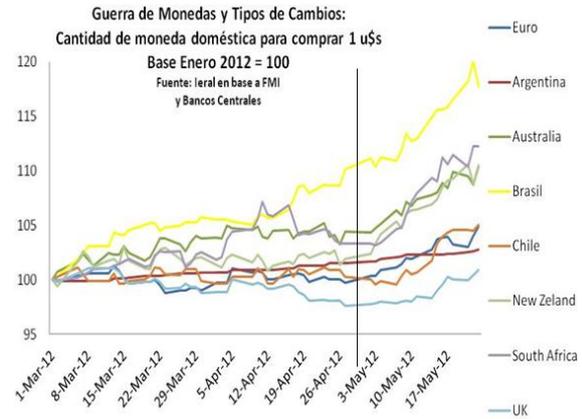
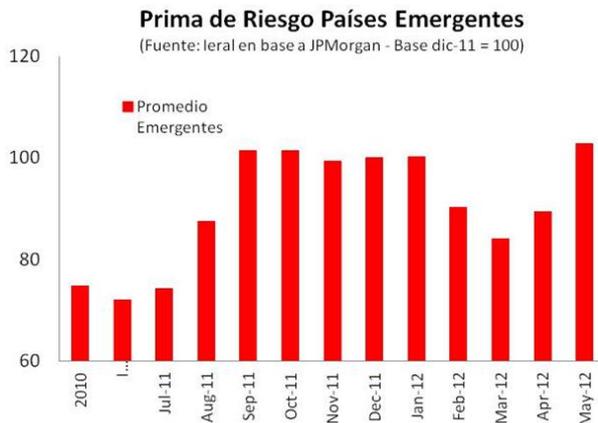


El segundo motivo que ayudó a generar mayores expectativas de devaluación se debe a la evolución conjunta del dólar oficial y la tasa de interés en Argentina. Como puede apreciarse en el siguiente gráfico, el ritmo de devaluación del dólar oficial a partir de abril se acelera notablemente respecto de la dinámica de los meses anteriores. Una mayor devaluación en el dólar oficial sumado a tasas de interés decrecientes (y muy por debajo de los niveles inflacionarios), incentivan fuertemente la demanda de dólares por parte del sector privado.

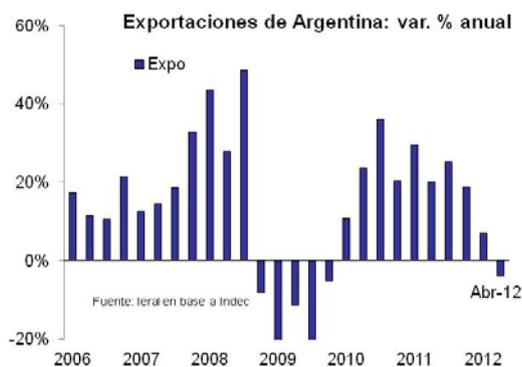
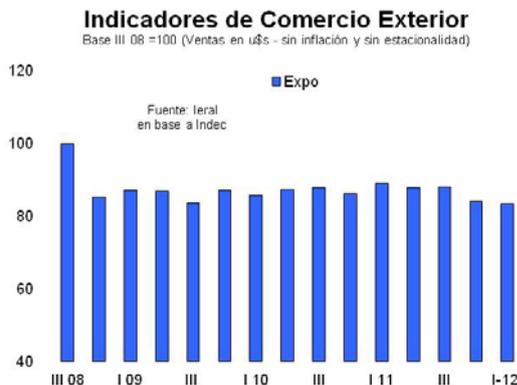


El tercer motivo que alimentó la demanda de divisas fue la creciente incertidumbre financiera externa a causa del problema de la Euro Zona (Grecia, España, Italia, etc.). Las dudas sobre la evolución del Euro gatillaron nuevamente la prima de riesgo en los mercados emergentes,

generando un nuevo ciclo de devaluaciones en distintas monedas respecto del dólar, algunas de ellas muy relacionadas al mercado nacional como el Real en Brasil, el Euro, el Peso Chileno, etc.



En este contexto propicio para el aumento de la demanda de divisas, los últimos registros de las exportaciones de Argentina no ayudaron demasiado. La dinámica de las exportaciones durante el primer cuatrimestre del 2012 presentó una fuerte desaceleración en su ritmo de crecimiento respecto del año anterior.



Por último, la nacionalización de YPF, al impulsar un poco más alto los niveles de riesgo país de Argentina en relación al promedio de los países emergentes, tampoco ayudó a reducir los niveles de incertidumbre del mercado cambiario.

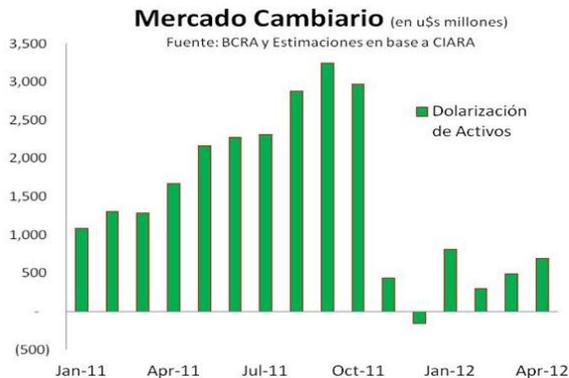


De esta forma, diferentes motivos afectaron positivamente la demanda de dólares (dolarización de activos) en los últimos meses, generando mayores presiones sobre el mercado cambiario.

Ante este hecho, las alternativas de cortísimo plazo que tenía el gobierno eran las siguientes:

- vender reservas y dejar que suba la tasa de interés pudiendo o no acompañar a dicha estrategia con cierta devaluación mayor en el tipo de cambio oficial, de forma tal de atemperar la pérdida de reservas y amortiguar en mayor medida las devaluaciones de otros países.
- restringir aún más la compra de dólares en el mercado oficial dejando que el ajuste del mercado se realice a través del dólar "blue".

Los hechos obviamente demuestran que esta última alternativa fue la elegida por el gobierno y como resultado, se produjo el incremento de la brecha cambiaria.



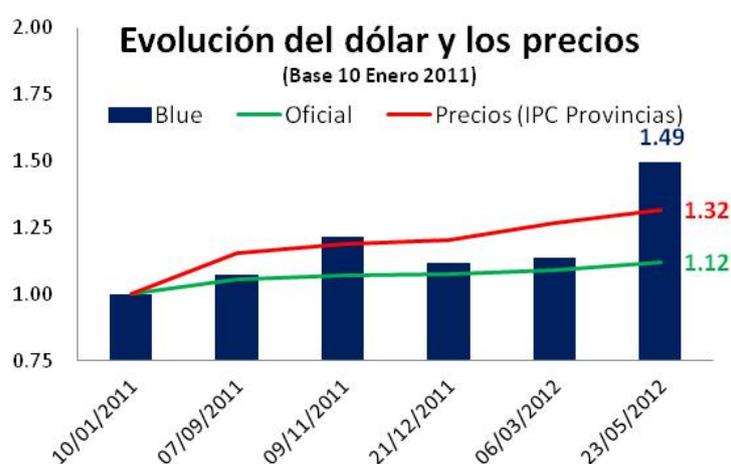
¿Ha subido demasiado la cotización del dólar blue?

Si bien a partir del análisis anterior resulta claro entender por qué aumentó fuertemente el precio del dólar "blue", no resulta fácil visualizar si estamos frente a un típico "overshooting" (sobre-reacción) del tipo de cambio o definitivamente el tipo de cambio subió otro escalón como consecuencia del ajuste a los "fundamentales" y difícilmente vuelva a los valores previos de abril pasado.

En situaciones como las actuales generalmente el tipo de cambio sobre-reacciona, pero la verdadera respuesta a este interrogante la va a revelar el tiempo y va a estar muy influida por la dinámica que tengan de acá en más aspectos claves como la evolución de las variables comerciales y financieras que nos unen al mundo, de las tasas de interés internas y del propio accionar del gobierno en Argentina (Afip, Banco Central, etc.).

No obstante, más allá de estas incertidumbres, un marco de referencia para analizar la pregunta planteada puede obtenerse analizando la evolución conjunta en los últimos tiempos del tipo de cambio dólar "blue" y del nivel general de precios de la economía (estimaciones de las

Direcciones de Estadísticas Provinciales). Tomando como base el mes de enero de 2011, la evolución del dólar “blue” hasta el día 23 de mayo del 2012, refleja un precio 13% más alto que la evolución del nivel de precios en Argentina durante dicho período.



De esta forma, la actual cotización del llamado dólar “blue” no parece ser sólo el reflejo del fuerte bloqueo de las compras de dólares en el mercado oficial por parte de particulares en el medio de un nuevo oscurecimiento del contexto externo y con tasas de interés muy bajas en el mercado local. También, debería contemplarse la búsqueda de cobertura por parte de los agentes económicos frente al actual proceso inflacionario en Argentina.

Por último, extendiendo este último razonamiento hacia el futuro, puede concluirse que difícilmente pueda pensarse en un esquema de estabilidad cambiaria sustentable en un marco de tasas de inflación superiores al 20% anual¹. Una vez más, el simple análisis de la evolución

¹ Direcciones de Estadísticas Provinciales.



de las variables económicas muestra la importancia de resolver el problema inflacionario en Argentina.

En Foco 1

Evolución comparada de las reservas externas de los bancos centrales de la región

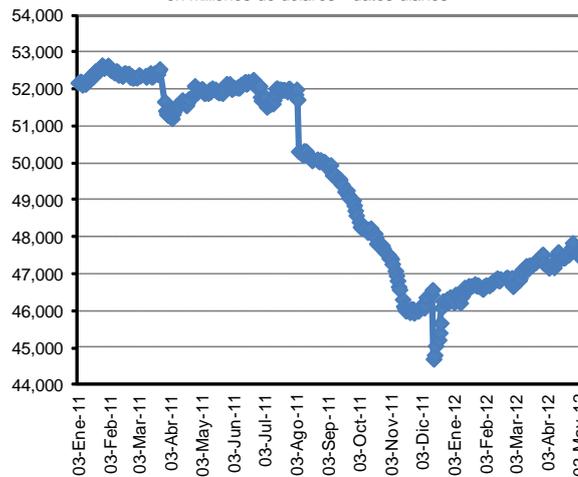
- Entre 2007 y 2011, Brasil multiplicó por 2 el nivel de sus reservas y Chile lo hizo por 2,5 veces
- La Argentina, pese a acumular crecientes saldos comerciales, muestra un nivel de reservas estancado respecto de 2007
- En términos de PIB, las reservas de nuestro país pasaron de 18% en 2007 a 10% en 2011, mientras que en Chile el fenómeno fue inverso, con un ratio que pasó de 10% a 18% del PIB

Las medidas de restricciones adicionales a la compra de dólares por particulares, posiblemente se originen en la preocupación de las autoridades por una evolución muy contenida de las reservas del Banco Central. Si bien el superávit comercial ha crecido en los últimos meses (por caída de importaciones), otros ítems del balance de pagos explican la magra performance de las reservas en el último período.

Al respecto, en el primer trimestre de 2012 según informó el Banco Central en el Balance Cambiario, la formación neta de activos externos del sector privado no financieros ha sido de - 1,6 mil millones de dólares. Además, está previsto que el Tesoro utilice este año casi 6 mil millones de dólares de reservas para hacer frente a vencimientos de deuda externa.

Reservas Internacionales

en millones de dólares - datos diarios



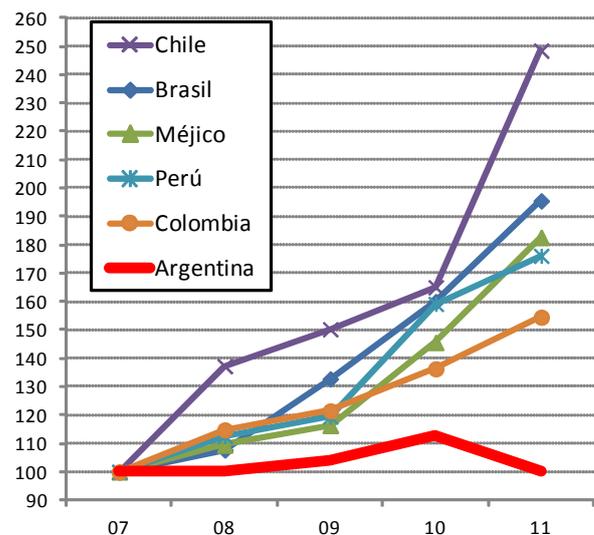
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA

En realidad, el estancamiento del nivel de las reservas del banco central es un fenómeno típicamente argentino, porque el resto de los países de la región, con un paréntesis en 2008/09 han experimentado un sostenido crecimiento de las reservas en el último quinquenio. Esto se explica principalmente, no sólo por el componente comercial, sino por el nivel de inversión extranjera directa y por la fuga o entrada de capitales.

Como muestra el gráfico adjunto, a partir de un índice con base 100 en el año 2007, los países de la región han experimentado en general un significativo aumento de sus reservas

Reservas Internacionales

índice base 100 = Año 2007 (calculado en billones de US\$)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos de mercado

internacionales. Por caso, Chile ha multiplicado 2,5 veces sus reservas pasando de 17 a 42 mil millones de dólares entre 2007 y 2011. Por su parte, Brasil prácticamente las duplicó, pasando de 180 a 352 mil millones de dólares en cinco años. Un comportamiento similar, aunque menos dinámico, han tenido las reservas de México, Perú y Colombia, creciendo a una tasa anual promedio de 16%, 15% y 11% entre 2007 y 2011. La nota disonante la ha dado la Argentina, cuyas reservas internacionales se mantuvieron estancadas en torno a 46 mil millones de dólares, promediando una variación anual nula en los últimos cinco años.

El fenómeno de estancamiento es similar si se computa el volumen de reservas internacionales en términos del PIB, medido en dólares. Las reservas de Chile pasaron de representar 10% del PIB en 2007 a 18% el año pasado. En Brasil el ratio reservas / PIB pasó de 13% a 14% para 2007 y 2011, en México de 7,5% a 12,3%, en Perú de 26% a 28% y en Colombia se mantuvieron estables en torno a 10%. Sin embargo, en Argentina las reservas perdieron ocho puntos porcentuales del PIB en cinco años, pasando de significar 18% a 10%.

Pero, ¿qué hay detrás de estos comportamientos? Si se analiza la evolución de la balanza comercial de este conjunto de países se encuentran casos testigo muy interesantes. Por ejemplo, el de México y el de Colombia que, a pesar de tener balanzas comerciales deficitarias durante todo el último quinquenio o gran parte de ellos, sus bancos centrales lograron acumular reservas. El resto de los países, que sí lograron saldos comerciales positivos, experimentaron un incremento de reservas claramente superior a ese monto obtenido por la vía comercial. Sea cual fuera el caso, la inversión extranjera directa y el ingreso de capitales ha sido fundamental para acumular divisas.

En este sentido, se tiene que entre 2007 y 2011 Brasil ha liderado el ranking de atracción de inversiones extranjeras con 221 mil millones de dólares, seguido por México con 140 mil millones, Chile con 74 mil millones, Colombia con 47 mil millones y Perú con 36 mil millones. En Argentina, la inversión extranjera acumulada sumó 34 mil millones de dólares desde 2007 hasta el año pasado.



Posiblemente los inversores externos se están guiando por lo que perciben de los propios agentes económicos locales: en nuestro país, entre 2007 y 2011, la formación de activos externos netos del sector privado no financiero ha sido de más de 79 mil millones de dólares. Y durante el primer trimestre de este año, a pesar de los controles, la historia volvió a repetirse por 1,6 mil millones de dólares.

En Foco 2

Es récord el superávit comercial neto de combustibles

- Descontado el impacto del déficit energético, el saldo entre exportaciones e importaciones acumula en doce meses US\$14,7 mil millones
- Se confirma el escenario de un sobre ajuste en el sector externo de la economía: la merma en bienes de capital explica la mitad de la caída de las importaciones, según los últimos datos
- De los principales socios comerciales, en Abril sólo dos destinos (China y Chile) conservan signo positivo en la variación interanual, mientras caen las ventas a la Unión Europea (-19,6%), a Brasil (-6,2%) y al Nafta (-3,8%)

El comercio exterior argentino ya reflejaba en los últimos meses una fuerte desaceleración, pero el mes de Abril marca, por primera vez desde 2009, una caída interanual en las exportaciones. Sin embargo, las importaciones totales se contraen aún más, provocando un aumento del superávit comercial que en doce meses ya acumula US\$11,8 mil millones. Neto de combustibles, el saldo comercial alcanza un récord de US\$14,7 mil millones/año, confirmando el escenario de un sobre-ajuste del sector externo, analizado aquí en anteriores informes. Debe tenerse en cuenta que la mitad de la caída de las importaciones en Abril se explica por la merma en las compras de bienes de capital.

Si tomamos el primer cuatrimestre del año, las exportaciones todavía registran una variación interanual positiva, de 3,8%, mientras que las importaciones caen 3,9%. Así, el saldo comercial acumulado en los primeros cuatro meses del año es un 56,9% mayor al del año pasado.

Comercio exterior de Argentina

Enero-Abril de cada año. Millones de dólares

	2011	2012	Var %
Exportaciones	24.049	24.970	3,8%
Importaciones	20.992	20.176	-3,9%
Saldo	3.057	4.795	56,9%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

En Abril, las exportaciones totales de Argentina cayeron (por primera vez en 28 meses) un 6,5% interanual, marcando una diferencia de casi 23 puntos porcentuales respecto de la trayectoria de los últimos doce meses cuando las ventas habían aumentado 16,4%. Todos los rubros, salvo combustibles y energía, registraron caídas interanuales. En el caso de las manufacturas agropecuarias, la variación respecto de Abril del año pasado fue de -11,4%, mientras que en las manufacturas industriales la caída en las ventas fue de 9,4%. Por último, las exportaciones de productos primarios se redujeron 4,3% interanual. Esta contracción en las exportaciones se debe, en parte, a la fuerte desaceleración que se observa en las importaciones mundiales (Ver En Foco 3).

Volviendo a los datos locales, Abril marca el tercer mes consecutivo de caídas interanuales de importaciones, aunque esta vez más pronunciado, de -14,1%. En comparación con la trayectoria de las importaciones en los últimos doce meses, la desaceleración alcanza 31,4 puntos porcentuales. Nuevamente se tiene una contracción en todos los rubros, salvo en combustibles. En el caso de las compras de bienes de capital, la caída asciende a 37,1% interanual. Debido a su ponderación en el total, este rubro explica la mitad de la caída en las importaciones totales. Por su parte, las importaciones de piezas y accesorios se reducen un 17,3%. A su vez, el rubro de bienes de consumo marca una caída de 29,5% y en bienes intermedios la contracción es de 14,7%.

Comercio exterior argentino 2012

variación interanual

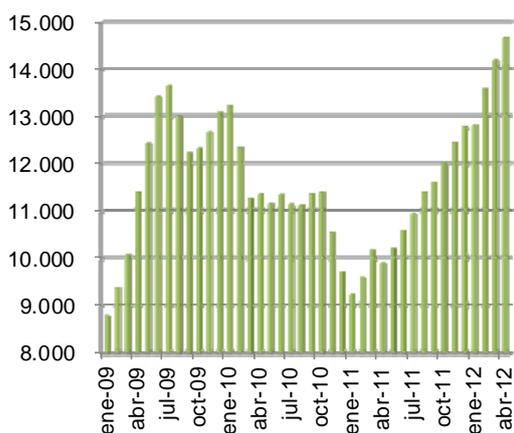
	últimos 12 meses	abr-12	Diferencia en p.p.
Exportaciones	16,4%	-6,5%	-22,9
Primarios	25,9%	-4,3%	-30,2
MOA	12,6%	-11,4%	-24,1
MOI	15,4%	-9,4%	-24,8
Combustibles	6,6%	22,4%	15,8
Importaciones	17,3%	-14,1%	-31,4
Bienes de capital	3,3%	-37,1%	-40,4
Bienes intermedios	11,7%	-14,7%	-26,4
Combustibles	72,1%	46,1%	-26,0
Piezas y accesorios	22,2%	-17,3%	-39,5
Bienes de consumo	8,9%	-29,5%	-38,4
Vehículos automotores	14,5%	-5,4%	-20,0

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

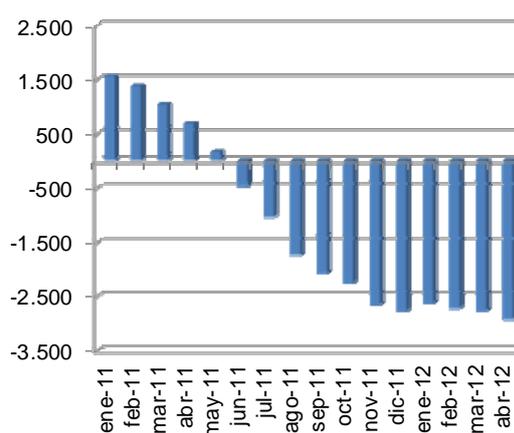
Sobre ajuste en las importaciones

La economía argentina se encuentra haciendo un enorme esfuerzo en materia comercial, como contrapartida del déficit en la balanza comercial energética, de US\$3 mil millones/año. En doce meses, el superávit comercial neto de combustibles alcanza un máximo histórico, de US\$14,7 mil millones. Este nivel es incluso superior al de mediados de 2009, cuando el comercio se redujo fuertemente por la crisis mundial y la desaceleración en el nivel de actividad local. En aquel año, el superávit comercial excluyendo al sector energético pasó desde US\$8,8 mil millones en Enero a US\$13,7 mil millones en Julio. Sin embargo, con la recuperación en 2010, la balanza comercial se redujo nuevamente, hasta US\$9,2 mil millones en Enero de 2011. Como se observa en el gráfico de la derecha, la balanza comercial del sector energético comenzó a deteriorarse rápidamente y en pocos meses pasó a terreno negativo. Por tal motivo, la economía argentina sufre desde hace algunos meses un enorme ajuste en el resto de las importaciones de manera de sostener el superávit comercial. El problema es que el grueso del ajuste se concentra en la variable más relevante para el largo plazo, el de las importaciones de bienes de capital.

Saldo de la balanza comercial neta de combustibles
Acumulado 12 meses. Millones de dólares



Saldo de la balanza comercial energética
Acumulado 12 meses. Millones de dólares



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Exportaciones por destino

En Abril, las exportaciones de Argentina muestran caídas interanuales hacia la mayoría de sus principales clientes. En el caso de las ventas hacia la Unión Europea se tiene una reducción de 19,6%, marcando una desaceleración de 41,7 puntos porcentuales respecto de la trayectoria de doce meses. Hacia Brasil, las exportaciones caen 6,2% mientras en los últimos doce meses la variación fue positiva en 10,2%. A su vez, las ventas hacia el Nafta caen 3,8% interanual.

Por el contrario, las exportaciones argentinas hacia China todavía muestran una variación positiva, de 3,7% interanual en Abril, aunque desaceleran 17,6 puntos respecto del promedio de los últimos doce meses cuando las ventas crecieron 21,4%. En el caso del comercio bilateral con Chile, Abril marca una suba de 23%, mejorando la performance de los últimos doce meses.

Exportaciones argentinas por destino

variación interanual

	últimos 12 meses	abr-12	Diferencia en p.p.
Chile	14,7%	23,0%	8,3
NAFTA	12,3%	-3,8%	-16,1
Brasil	10,2%	-6,2%	-16,5
China	21,4%	3,7%	-17,6
UE	22,1%	-19,6%	-41,7

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

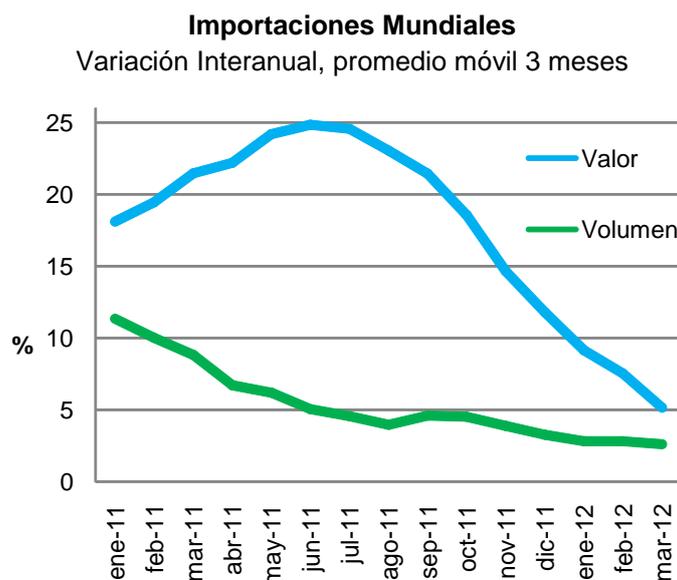
En Foco 3

Marcada desaceleración del comercio mundial en el primer trimestre de 2012

- Las importaciones mundiales crecieron 5% interanual en dólares en el primer trimestre de este año, tras subas de 21,4% y 11,8% en el tercer y cuarto trimestre de 2011
- El volumen de importaciones aumentó 4,4% interanual en las economías emergentes en el primer trimestre de 2012, mientras que en las economías avanzadas lo hizo 0,9% interanual
- En un año, la expansión de las importaciones mundiales en dólares recortó 16,3 puntos porcentuales, de los cuales 9,1 puntos se explican por precios y 6,2 puntos por volumen

El comercio mundial acentuó su ritmo de desaceleración en el primer trimestre de 2012, reflejando el rápido deterioro del nivel de actividad a escala global. En el tercer trimestre de 2011 las importaciones mundiales habían crecido 21,4% interanual en dólares, variación que pasó a 11,8% en el cuarto trimestre, recortando a 5% interanual en el primer trimestre de 2012. Considerando el volumen de las importaciones mundiales, la escalera descendente de las variaciones interanuales fue de 4,6% para el tercer trimestre de 2011, 3,3% en el cuarto y 2,6% en el primer trimestre de 2012.

De continuar esta tendencia, los datos del segundo trimestre de este año podrían reflejar estancamiento en el volumen. Un elemento llamativo de la evolución del comercio mundial, según las estadísticas del World Trade Monitor del Bureau for Economic Policy Analysis de Holanda, medido a través de la trayectoria de las importaciones, es que buena parte del dinamismo mostrado hasta el tercer trimestre de 2011 se debió más al factor precio que al factor cantidad. Así, para el segundo trimestre de 2011, teníamos que la variación interanual de 24,8% en dólares, explicada sólo en 5% por crecimiento en cantidades y el restante en precios, mientras que para el primer trimestre de 2012, el crecimiento de 5,2% en dólares es el producto de variaciones interanuales de 2,5% y 2,6% en precios y cantidades, respectivamente.



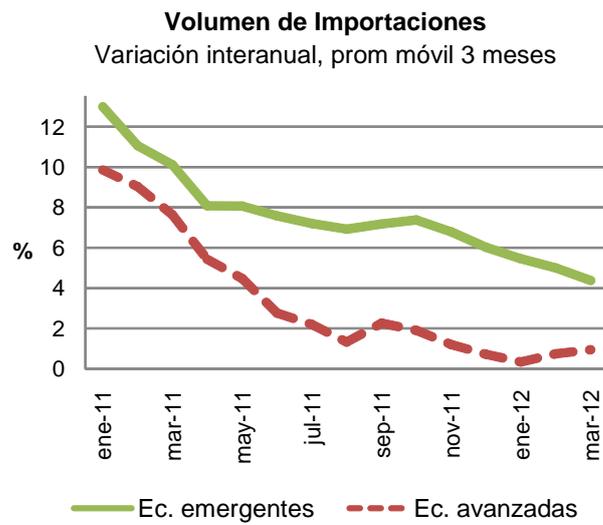
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ World Trade Monitor

Esta vez no hay desacople de emergentes

Las economías avanzadas registraron una variación en dólares de las importaciones de 18,8% interanual en el tercer trimestre de 2011, luego de 8,1% en el cuarto trimestre del mismo año y finalmente 3,1% interanual en el primer trimestre de 2012. Cuando hacemos el mismo análisis en volumen de importaciones, los guarismos de variaciones son de 2,3%, 0,7% y 0,9% para los mismos períodos.

Por su parte, la desaceleración para las economías emergentes fue más acentuada tanto en dólares como en volúmenes, aunque partiendo de guarismos algo superiores. El crecimiento interanual de las importaciones en dólares fue de 24,6% en el tercer trimestre de 2011, para pasar a 16,1% en el último trimestre de ese año y nuevamente recortar a 7,4% interanual en el primer trimestre de 2012. Los volúmenes de importación pasaron de una suba interanual de

7,2% en el tercer trimestre de 2011 a 6% en el cuarto y a 4,4% interanual en el primer trimestre de 2012.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ World Trade Monitor

En Foco 4

Internacional: La Eurozona se apresta a librar una batalla crucial por la confianza en sus bancos

- Nuevamente, el Banco Central Europeo deberá actuar como último recurso para evitar que los ahorristas teman por la suerte de sus depósitos
- La recesión en la mayoría de los países de la región y el alto desempleo hacen que cada vez resulte más difícil mantener la cohesión social
- Grecia, deberá resolver en los comicios del 17 de junio, la contradicción entre candidatos que son favoritos siendo rupturistas y una población que, en un 80%, prefiere seguir perteneciendo a la unión monetaria

Confianza. Otra vez vuelve a ser una palabra clave. Lo fue durante la última crisis de Estados Unidos y lo es ahora, por el momento que está atravesando la Eurozona. Hoy, la región conformada por 17 países se encuentra ante el desafío de evitar una corrida bancaria. Grecia está en el foco de atención, pero también los países que podrían ser víctimas de un contagio, como España e Italia. Los instrumentos para atacar este problema son distintos a los que se necesitan para solucionar el deterioro fiscal o la pérdida de competitividad, que forman parte de una recuperación de más largo plazo. La urgencia pasa por inyectar confianza y evitar una corrida, y poder restablecer mecanismos de inyección de liquidez en economías que se encuentran en recesión. Sin ir más lejos, la receta que utilizó la Reserva Federal de Estados Unidos. Todos los escenarios aún son posibles: que la Eurozona continúe vigente con su conformación actual, de la mano de una mayor inyección monetaria (escenario de euro débil), que salgan del grupo los países más competitivos, con Alemania a la cabeza (escenario de euro ultra débil), que salgan los países periféricos (escenario de euro más fuerte). Esta última es la que ha tomado más fuerza en las últimas horas, con el planteo de que aumentan las probabilidades de que Grecia salga del Euro. Pero también podría contemplarse un escenario de ruptura desordenada, si se desatara una corrida bancaria con contagio, sin que antes se hayan

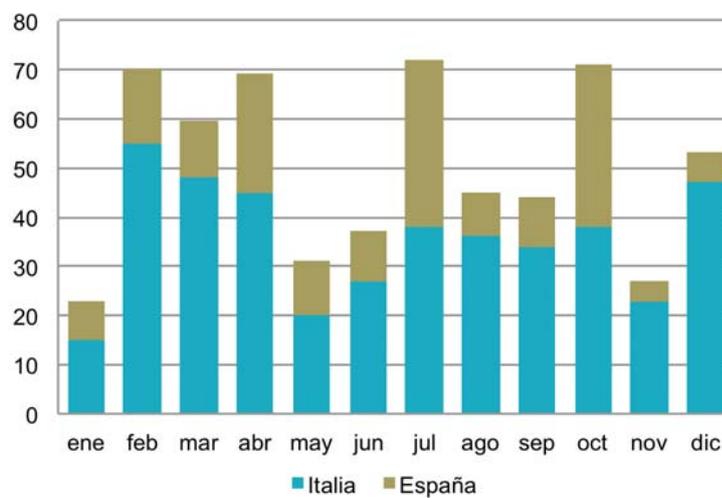
tomado decisiones de peso. Todos los escenarios son posibles, aunque algunos parecen tomar más fuerza que otros. Hasta ahora, el Banco Central Europeo ha intervenido de manera indirecta, asistiendo a los bancos a través de los bancos nacionales. Pero la necesidad de una intervención directa en la recapitalización de los bancos y en la garantía de los depósitos en euros toma cada vez más fuerza.



Los vencimientos de deuda de los países más comprometidos, como España e Italia, si bien son significativos en 2012, no permiten inferir que la suerte de la eurozona dependa de la tasa de interés a la que estos países vayan refinanciando sus vencimientos. Los problemas más acuciantes hoy provienen del sistema bancario, en los gráficos de arriba se puede apreciar el derrumbe del crédito al sector privado en España que, de haber alcanzado 175% del PIB en 2010 se retrotrajo a 166% del Producto en 2011. Los deudores dudosos representan poco más del 8% de los créditos al sector privado, con una tendencia creciente que no se ha frenado.

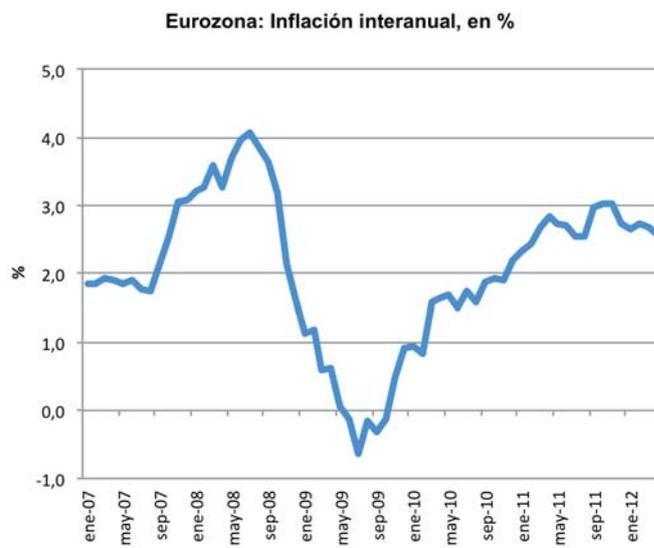
Con la mitad más uno de los países que conforman la región en recesión, la principal amenaza proviene del descontento social y político. De Grecia se sabe que el 80% de la población quiere permanecer en la Eurozona pero, paradójicamente, el partido que tiene mayor intención de voto es el más cercano a una salida. Esta contradicción deberá dirimirse en los comicios del 17 de junio próximo.

Necesidades de financiamiento en el 2012
miles de millones de euros



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Banco Central de Chile

La OECD ha revisado recientemente a la baja las proyecciones de crecimiento para la región del Euro, con una expectativa de crecimiento cero en 2012, luego del 1,5% verificado en 2011. Respecto al desempleo, el principal problema social que atraviesa la región, se proyecta una tasa de 10,8% en 2012 y de 11,1% en 2013. Al crecimiento lento más el alto desempleo se suma el poco margen de maniobra de la política macroeconómica. Los ajustes se están llevando a cabo en un ambiente de crecimiento lento o negativo. La inflación contenida es una buena noticia en este sentido, porque viabiliza un horizonte de expansión monetaria adicional. Las elecciones en varios países en la Eurozona han mostrado que la fatiga de los respectivos ajustes va en aumento. La tolerancia puede estar llegando a su límite.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat