IERAL de Fundación Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL Semanal

Año 21 - Edición Nº 749
16 de Agosto de 2012

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

Investigadores:

Jorge Vasconcelos
(Coordinador)

Editorial
Gustavo Reyes

En Foco 1
Hernán Ruffo

En Foco 2
Joaquín Berro Madero

En Foco 3
Eliana Miranda

Edición y compaginación:
Karina Lignola

www.ieral.org

Editorial: ***¿Hacia dónde va el esquema monetario – cambiario en Argentina?*** 2

- En los 90´, la Argentina mantuvo un esquema cambiario rígido, con amplia apertura financiera y resignando autonomía monetaria. La experiencia sugiere que, para nuestro país, es más conveniente un régimen de tipo de cambio flexible
- Sin embargo, en el último período se ha avanzado hacia una menor flexibilidad cambiaria, se ha recortado fuertemente la integración financiera al mundo y ampliado la discrecionalidad de la política monetaria
- El actual esquema luce inadecuado para hacer frente a los principales desafíos de la economía argentina: aumentar la inversión, reducir la inflación y tener mayor capacidad para amortiguar eventuales shocks externos

En Foco 1: ***La menor demanda de empleo comienza a pesar sobre la suba de los salarios*** 12

- La fuerte suba de los salarios del sector privado formal de los últimos años llevó la remuneración promedio a $6000 a marzo de 2012
- Sin embargo, esta dinámica se ha desacelerado en los últimos meses, dando cuenta de un empeoramiento en las condiciones del mercado de trabajo
- De cualquier modo, los básicos de convenio han alcanzado una proporción muy elevada del salario medio de los sectores, lo que podría afectar la demanda de empleo formal en las empresas o regiones de menor productividad

En Foco 2: ***En los primeros siete meses del año, el financiamiento a través del mercado de capitales cae un 48%*** 16

- La merma se asocia al retroceso de 52% en la colocación de Fideicomisos Financieros
- Si se clasifican los FF por destino, se tiene que las financiaciones al consumo crecen 8% interanual, mientras que las destinadas al sector productivo caen 87%
- Asimismo, el volumen de emisión de ON cayó 25% entre enero y julio de este año respecto de igual período de 2011

En Foco 3: ***Aumentan las chances de un buen 2013 para Brasil*** 19

- El gobierno acaba de anunciar un ambicioso plan pera mejorar la logística, abriendo paso a las inversiones privadas en el sector
- Cierta distensión externa se tradujo en una suba del BOVESPA de 10% en los últimos 15 días. Sin embargo, la nueva política económica impidió que el real se apreciara, a diferencia del peso chileno, que se fortaleció 7% en los últimos tres meses
- En función de estas novedades, se hace factible que el vecino país pueda duplicar su ritmo de crecimiento de 2012 para 2013, pasando de algo menos de 2% a un guarismo en torno a 4%

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL) de Fundación Mediterránea. Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley Nº 11723 - Nº 2328, Registro de Propiedad Intelectual Nº 5002623. ISSN Nº 1667-4790 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2º piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba, Argentina, Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org

Editorial

¿Hacia dónde va el esquema monetario – cambiario en Argentina?

- En los 90´, la Argentina mantuvo un esquema cambiario rígido, con amplia apertura financiera y resignando autonomía monetaria. La experiencia sugiere que, para nuestro país, es más conveniente un régimen de tipo de cambio flexible

- Sin embargo, en el último período se ha avanzado hacia una menor flexibilidad cambiaria, se ha recortado fuertemente la integración financiera al mundo y ampliado la discrecionalidad de la política monetaria

- El actual esquema luce inadecuado para hacer frente a los principales desafíos de la economía argentina: aumentar la inversión, reducir la inflación y tener mayor capacidad para amortiguar eventuales shocks externos

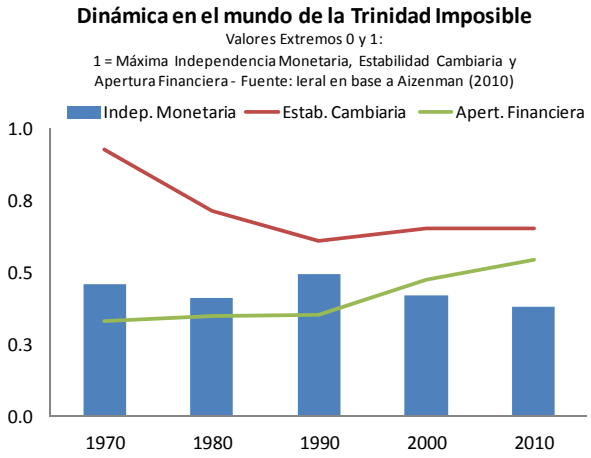
A fines del 2011 analizamos en este mismo informe[1], cómo los controles cambiarios no solucionaban la inconsistencia entre la política monetaria y la cambiaria y por lo tanto, era esperable que las presiones en el mercado marginal cambiario continuaran como efectivamente sucedió (en este lapso – 22 de diciembre al 14 de agosto - el dólar "blue" creció 37%).

Actualmente, la inconsistencia antes mencionada continúa ya que la tasa de devaluación del dólar oficial, si bien se ha acelerado, sigue estando por debajo de la emisión monetaria (36% anual) y de la tasa de inflación (23% anual-medida por la inflación de provincias[2]). En nuestra opinión, el esquema monetario – cambiario vigente en Argentina, no sólo se aparta de la tendencia que muestra la mayoría de las economías del mundo, sino que tampoco resulta conveniente para las características y desafíos que presenta la economía de Argentina.

[1] Para más detalles, ver, "Los controles sacrifican integración financiera al mondo en pos de estabilidad cambiaria e independencia monetaria", Editorial del Informe de Coyuntura del Ieral Anual, Año 20 – Edición Nro. 708, 22 de diciembre de 2011.
[2] Direcciones de Estadísticas Provinciales de San Luis, La Pampa, Neuquén, Salta, Santa Fé y Buenos Aires City.

El sistema monetario - cambiario en cualquier economía está dado por la elección que hacen las autoridades económicas del denominado "trilema imposible"[3]. Este "trilema" representa el conflicto de objetivos de política económica entre tener una política monetaria autónoma, mantener estable el tipo de cambio y estar integrado financieramente al mundo (ausencia de controles a la movilidad de capitales). Si bien todos estos objetivos son deseables[4], solamente dos de éstos son posibles de ser alcanzados al mismo tiempo y por lo tanto el tercero debe ser resignado. (Ver recuadro al final del texto para una simple explicación de la imposibilidad de alcanzar los tres objetivos simultáneamente).

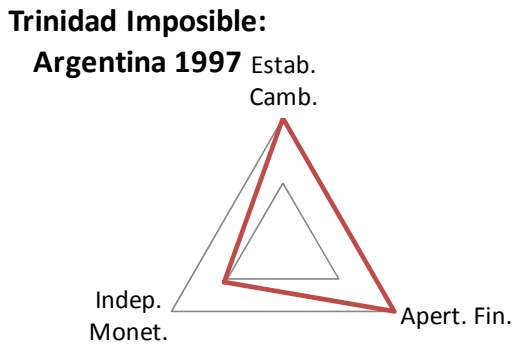
Como puede apreciarse en el gráfico adjunto, la dinámica del promedio de las economías del mundo a lo largo de las últimas décadas muestra que la mayoría de los países ha privilegiado una mayor integración financiera al mundo manteniendo cierto grado de independencia monetaria a costa de resignar en parte la estabilidad del tipo de cambio.

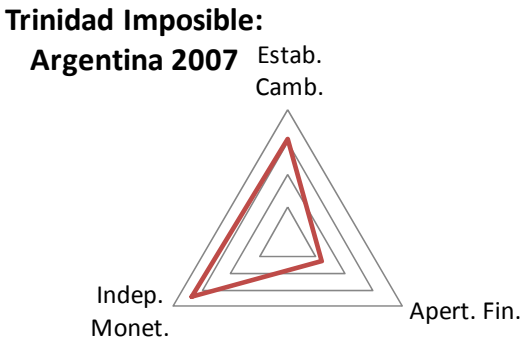


Como se analizara en el informe citado anteriormente, la economía de Argentina entre los años 90's y los 2000´s, pasó de un esquema cambiario muy rígido con amplia apertura financiera y una casi total resignación de la autonomía monetaria (convertibilidad) a otro que privilegiaba una mayor independencia monetaria, con algún grado de flexibilidad cambiaria pero resignaba la apertura financiera con el resto del mundo.

[3] Ver, Krugman, P. y Obstfeld, M., (2006) "Economía Internacional", páginas 686/689, 7ma. Edición Addison Wesley, Madrid.

[4] En grandes rasgos, la autonomía monetaria es deseable para poder manejar la tasa de interés y amortiguar shocks externos adversos, la estabilidad cambiaria para anclar los precios de la economía y la integración financiera para potenciar el mercado de capitales y el financiamiento.

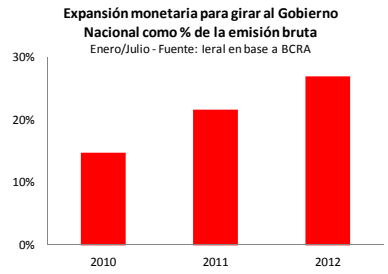


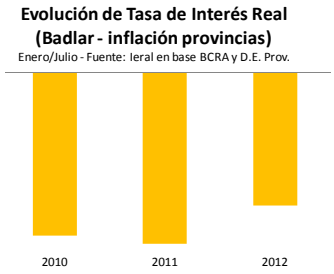


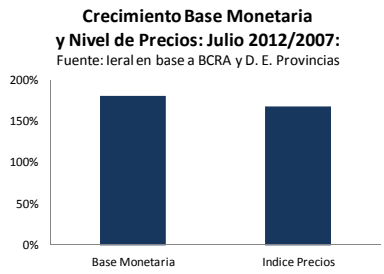
Fuente: Aizenman, J, Chinn, M. and Ito, H., "The Trilemma Indexes", http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm

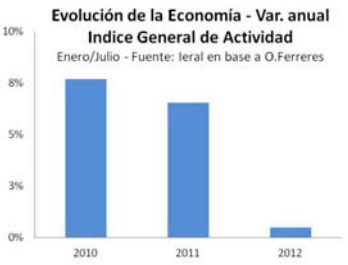
El esquema vigente en la actualidad ha profundizado gran parte de esta tendencia y, a diferencia de las tendencias que predominan en el mundo, en el último año las autoridades económicas se han inclinado por una menor flexibilidad del tipo de cambio (el mercado cambiario –oficial- funciona más como tipo de cambio fijo que flexible), reduciendo fuertemente la integración financiera al mundo y ampliando la discrecionalidad de la política monetaria (nueva carta orgánica del BCRA).

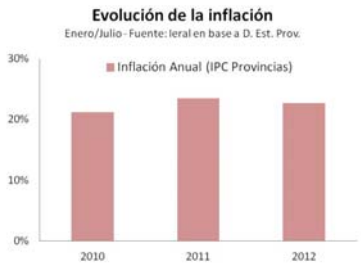
- La mayor discrecionalidad monetaria es producto de la necesidad del gobierno de financiar los desequilibrios fiscales a través del Banco Central y del objetivo de mantener las tasas de interés en niveles muy bajos en términos reales (baja esterilización). La contrapartida de estas políticas es un debilitamiento de las cuentas del Banco Central (participación creciente de deudas del Gobierno en los activos de la entidad monetaria) y un nivel inflacionario muy elevado que no cede a pesar del actual enfriamiento de la economía.



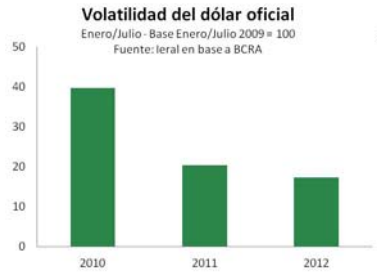


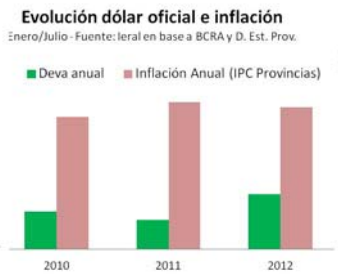






- La caída en la volatilidad del tipo de cambio oficial muestra las actuales preferencias del Banco Central por un sistema de tipo de cambio más fijo que flexible que sirva como única ancla del problema inflacionario. Este es el motivo por el cual la autoridad monetaria viene devaluando por debajo del ritmo inflacionario. Si bien esta política ha permitido estabilizar la tasa de inflación (aunque no disminuirla), también ha generando importantes problemas de rentabilidad en los sectores exportadores, escasez de divisas (al tipo de cambio oficial) y una importante caída del tipo de cambio real.





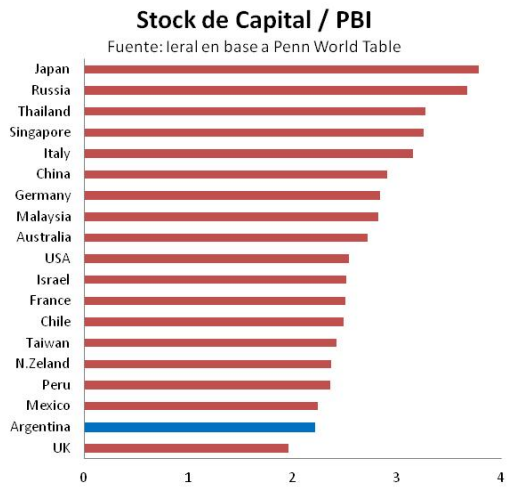
- La combinación de alta emisión monetaria, bajas tasas de interés y una devaluación por debajo del ritmo inflacionario, determina necesariamente una alta demanda de dólares al

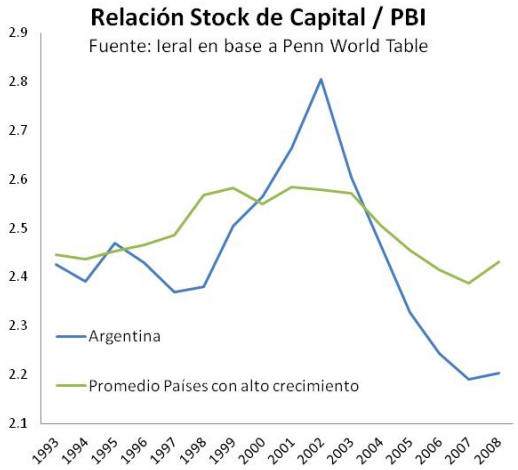
precio del tipo de cambio oficial. A fines del 2011, las autoridades económicas impulsadas por la pérdida de reservas del Banco Central para defender el precio del tipo de cambio oficial, impusieron férreos y crecientes controles en el mercado cambiario dando lugar a un importante salto en la brecha cambiaria.

De esta forma, ya sea por elección o por necesidad, el actual esquema monetario / cambiario de Argentina se basa en una relativa estabilidad del tipo de cambio oficial, una alta discrecionalidad monetaria (muy dependiente de las cuentas fiscales) y fuertes controles cambiarios. Esta combinación, no luce adecuada –en nuestra opinión- para afrontar los actuales desafíos de inversión, de inflación y de amortiguación de shocks externos ante la elevada inestabilidad del escenario internacional:

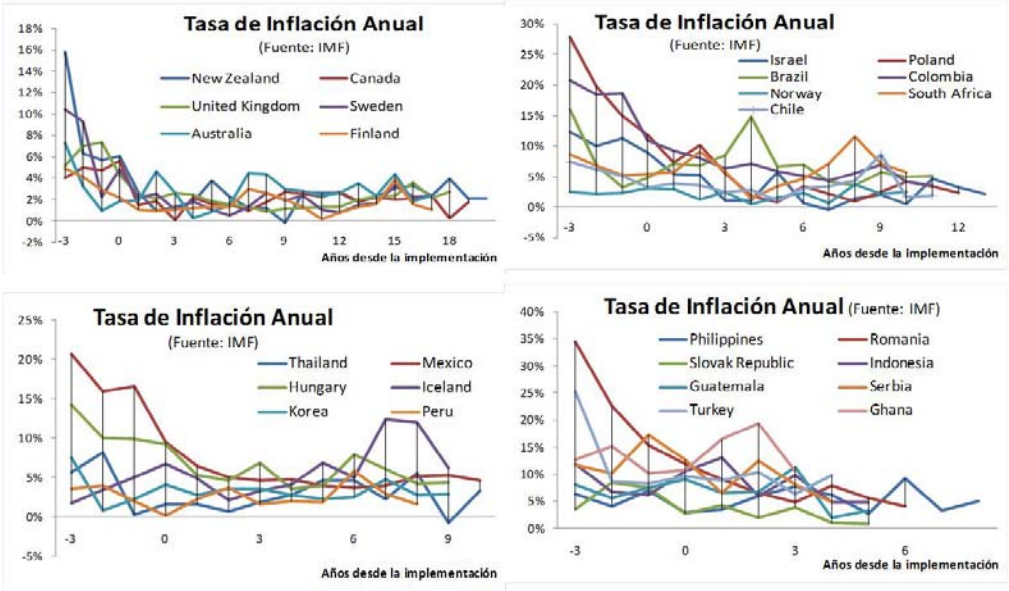
- Desafíos de Inversión: uno de los problemas históricos de Argentina para mantener sus ciclos expansivos ha sido el bajo nivel de stock de capital físico en términos del PBI[5]. Un mayor nivel de capital físico implica necesariamente una mejora en la dinámica de las inversiones y éstas solamente pueden financiarse mediante niveles más altos de ahorro interno y/o externo. El ahorro interno actualmente se encuentra perjudicado por el desbalance de las cuentas fiscales y por las bajas tasas de interés en términos reales. El ahorro externo es muy difícil que fluya hacia el país con los actuales controles cambiarios. De esta forma, la combinación de los actuales controles con las bajas tasas de interés y el creciente desbalance en las cuentas fiscales imponen un serio límite al crecimiento de la economía.

[5] Ver, Kyndland, Finn y Zarazaga, Carlos, (2001), "Argentina's Growth Performance During the Lost Decade and the 1990's Trhoug the Lens of a Neoclassical Growth", LACEA 2001, Montevideo, Uruguay.





- El desafío de la estabilidad de precios: el proceso inflacionario se explica en gran medida por el desequilibrio monetario (entre julio de 2007 y 2012, los precios crecieron un 168% y la emisión de base monetaria un 180%). Una parte importante de esta emisión se debe al creciente problema fiscal del Gobierno y en este sentido, la mayor flexibilidad de emisión monetaria contemplada en la nueva Carta Orgánica del Banco Central claramente no ayuda a reducir este problema. Si bien, como se analizó anteriormente, el promedio de las economías del mundo mantiene un margen de independencia monetaria, la misma no es para financiar los problemas fiscales sino para amortiguar los shocks adversos que enfrenta la economía (contexto externo desfavorable, etc.). En general, esta independencia monetaria es limitada y en muchos casos se implementa a través del esquema de metas flexibles de inflación que permite anclar las expectativas inflacionarias en rangos relativamente bajos y al mismo tiempo ajustar la política monetaria para amortiguar shocks adversos en materia de actividad económica. Más de 30 países en los últimos años han reducido sustancialmente sus problemas inflacionarios bajo este esquema, muchos de ellos son países muy cercanos a Argentina como Chile, Brasil, Perú, etc. Naturalmente la implementación exitosa de estos regímenes requieren un fuerte compromiso institucional para luchar contra la inflación y una gran independencia del Banco Central respecto del Gobierno Central (ausencia de dominancia fiscal).

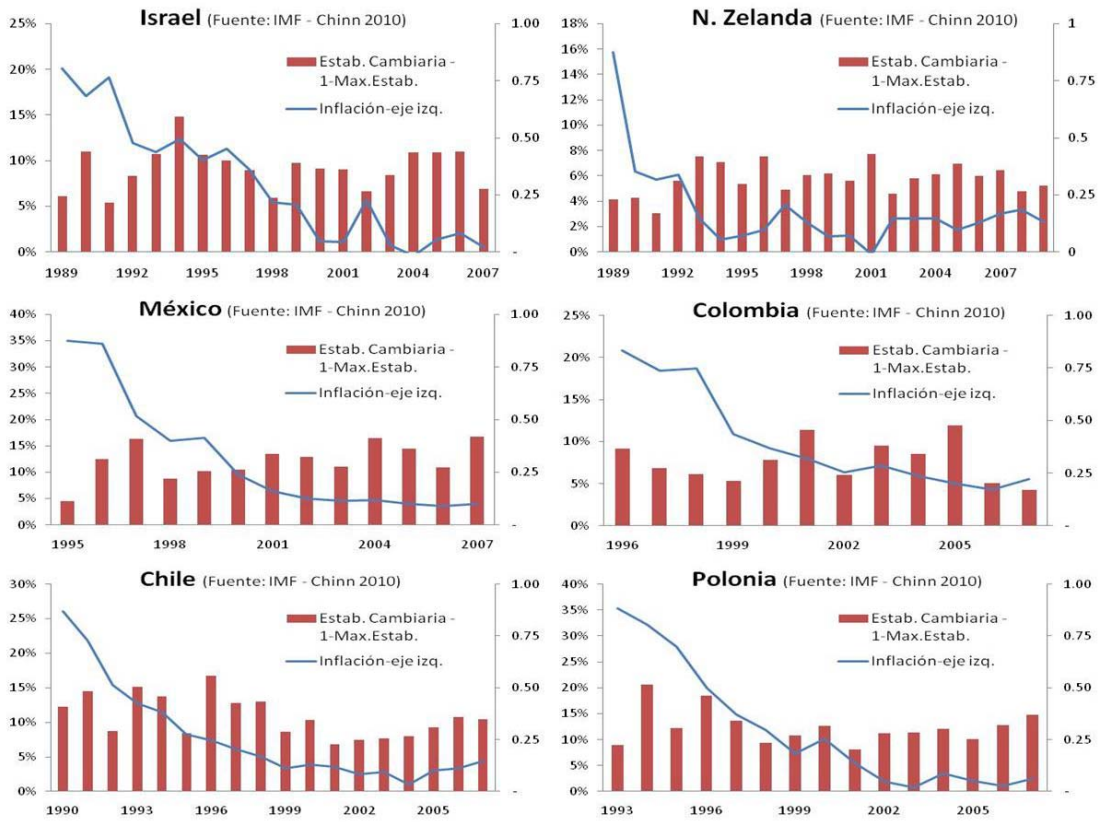


- El desafío de amortiguar shock externos: el actual sistema cambiario de Argentina está mucho más cerca de un tipo de cambio fijo (con devaluaciones periódicas casi fijas – crawling peg - y cada vez menor volatilidad) que el de uno flexible. Hay un amplio consenso[6] tanto a nivel teórico como empírico que los sistemas cambiarios flexibles funcionan mejor que los fijos cuando se producen shocks externos como abruptos cambios en los términos de intercambios, recesiones internacionales, etc. Además de esto, las distintas características de la economía de nuestro país (tamaño de la economía, grado de apertura, inflexibilidad del mercado laboral, desarrollo del sistema financiero, grado de influencia de los precios de commodities internacionales, etc.) determinan que el sistema cambiario ideal para Argentina sea más el de un tipo de cambio flexible que el

[6] Ver, Krugman, P. y Obstfeld, M., (2006) "Economía Internacional", capítulos 18 y 19, 7ma. Edición Addison Wesley, Madrid.

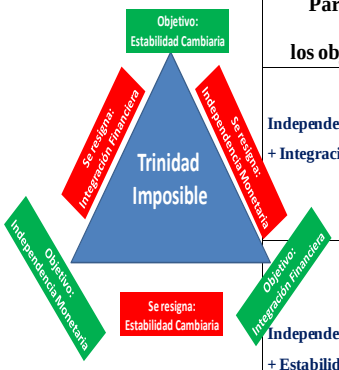
de uno fijo[7]. A pesar de esto, tradicionalmente las autoridades económicas de nuestro país han adoptado más regímenes de tipo de cambio fijo que flexible, lo cual ha traído enormes problemas porque, entre otras cosas, no permite amortiguar adecuadamente los shocks externos y porque generalmente, los gobiernos se ven tentados a utilizar al tipo de cambio como ancla de los precios sin la debida consistencia entre las políticas fiscales y monetarias. Este problema nuevamente está sucediendo en Argentina con todos los daños de competitividad que ello implica. Si bien estabilizar los precios resulta más sencillo con tipo de cambio fijo que flexible (y de hecho se justifica un régimen cambiario rígido en presencia de violentos procesos inflacionarios), también es cierto que Argentina en los últimos años no ha logrado reducir la inflación a pesar de la presencia de un sistema cambiario más fijo que flexible. Nuevamente el caso de Metas Inflacionarias puede servir de ejemplo ya que el mismo, utilizando las bondades de un sistema con flexibilidad cambiaria, le ha permitido a muchos países estabilizar sus niveles de precios partiendo de niveles inflacionarios muy similares a los que hoy presenta nuestro país.

[7] Ver, Reyes, G. (2011), "Sistemas Cambiarios y Monetarios: Análisis para el caso Argentino", Doc.de Trabajos Nro. 21 – Ieral Fundación Mediterránea, http://www.ieral.org/novedades.asp?seccion=39&PageNo=2.



En resumen, el actual sistema monetario – cambiario no sólo se aparta de lo que ocurre en la mayoría de las economías del mundo, sino que tampoco resulta conveniente para las características y desafíos que presenta hoy la economía de Argentina. Por estos motivos, resultaría saludable que las autoridades económicas comiencen a reformular el actual sistema, mientras más rápido lo hagan más pronto comenzarán a llegar las soluciones a los desafíos antes mencionados.

La Trinidad Imposible del Banco Central



Para lograr los objetivos de:	El Banco Central debe resignar:
Independencia Monetaria + Integración Financiera	**Estabilidad Cambiaria:** la política monetaria activa actúa sobre las tasas de interés, éstas gatillan salidas y entradas de capitales generando alteraciones en los tipos de cambios. Ejemplo: este es el caso que históricamente ha elegido en Estados Unidos utilizando como instrumento monetaria a la tasa de interés de corto plazo con alta integración financiera al mundo pero resignando la estabilidad en su tipo de cambio.
Independencia Monetaria + Estabilidad Cambiaria	**Integración Financiera:** al establecer controles en los movimientos de capitales, en el corto plazo se reducen las presiones cambiarias derivadas de las políticas monetarias. Ejemplo: en la segunda parte de los 80's la mayoría de los países en desarrollo optaban la estabilidad cambiaria y la autonomía de la política monetaria para poder monetizar sus déficit fiscales asumiendo el costo de tener que abandonar la integración financiera al mundo a través de controles cambiarios para evitar que el financiamiento monetario se tradujera en fuertes salidas de capitales.
Estabilidad Cambiaria + Integración Financiera	**Independencia Monetaria:** fijar el tipo de cambio en presencia de integración financiera no le permite al Banco Central utilizar activamente su política monetaria. Ejemplo: este es el caso elegido por Argentina en la Convertibilidad y es actualmente la opción que tomaron los países encuadrados en la Euro Zona.

En Foco 1

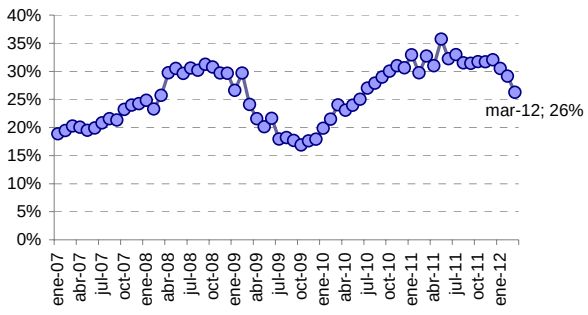
La menor demanda de empleo comienza a pesar sobre la suba de los salarios

- La fuerte suba de los salarios del sector privado formal de los últimos años llevó la remuneración promedio a $6000 a marzo de 2012
- Sin embargo, esta dinámica se ha desacelerado en los últimos meses, dando cuenta de un empeoramiento en las condiciones del mercado de trabajo
- De cualquier modo, los básicos de convenio han alcanzado una proporción muy elevada del salario medio de los sectores, lo que podría afectar la demanda de empleo formal en las empresas o regiones de menor productividad

Los salarios del sector privado formal han crecido fuertemente. En marzo de 2012 llegaban a un promedio de $6000. Proyectando el valor para el mes de junio según el crecimiento del Índice de Salarios y prorrateando el Sueldo Anual Complementario, la remuneración mensual promedio estaría llegando a alrededor de $6800.

Estos niveles salariales son en parte el resultado de las negociaciones colectivas más dinámicas. Desde 2007, la remuneración media del sector formal privado tendió a crecer en forma sostenida, por una reactivación de los convenios colectivos y por un rebrote de la suba de los precios. En diciembre de 2007 la suba del promedio de los salarios fue del 24%; en 2008 trepó un escalón hasta alcanzar el

Crecimiento de los salarios
variación anual del salario bruto



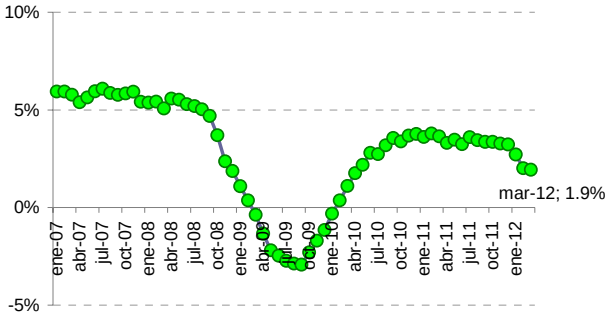
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MTEySS

30%, muy en línea con el incremento de las negociaciones paritarias. En 2009, el empeoramiento de las condiciones del mercado laboral llevó a un aumento menor de los salarios, del 18%, para en los años posteriores volver a un ritmo cercano al 30%.

Así, hacia fines de 2011 las remuneraciones medias de los trabajadores en el sector privado formal crecían al 32%. Sin embargo, los datos del Ministerio de Trabajo muestran una fuerte desaceleración hasta el 26% de incremento anual en marzo de 2012. Esta caída de 6 puntos es comparable con la ocurrida entre diciembre de 2008 y marzo de 2009, un período en el cual el nivel de empleo formal se reducía debido a la recesión de ese año. Esta dinámica no parece vincularse con el ritmo inflacionario, relativamente estable. Por el contrario, se relaciona con un retraso en las negociaciones paritarias que a su vez es un indicador de que la desaceleración de la actividad económica del primer trimestre redujo los aumentos salariales.

En este sentido, la demanda de empleo formal parece ser menos firme. Los datos de la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) son una muestra de esto: entre diciembre de 2011 y marzo de 2012 el índice de empleo de la encuesta se redujo un 0.3% luego de dos meses consecutivos de caída de empleo, lo que no se verificaba desde fines de 2008. Asimismo, el Índice de Demanda Laboral muestra también un nivel muy bajo, incluso inferior a los valores de inicios de 2009.

Crecimiento del Empleo
variación anual del índice de empleo



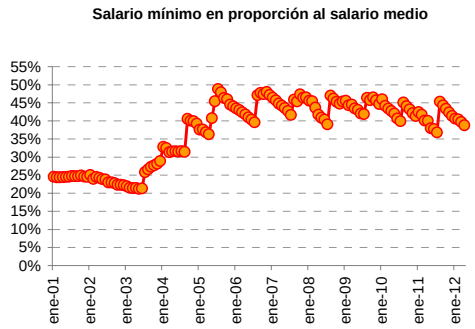
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a EIL - MTEySS

Los datos de recaudación también dan cuenta de que esta desaceleración en salarios y empleo se habría extendido en el segundo trimestre de 2012. En efecto, mientras que en el primer trimestre la recaudación de aportes a la seguridad social crecía a una tasa anual de 38%, en el segundo lo hizo al 35%. Esta desaceleración en tres puntos porcentuales es similar a la ocurrida en contribuciones (desde 29% a 27% de crecimiento en el primer y segundo trimestre de 2012). La menor masa salarial implicada por esta recaudación lleva implícito un estancamiento del empleo para el segundo trimestre en comparación al primero si el aumento de los salarios fuera similar al mostrado por el Índice de Salarios del Indec.

Los salarios de convenio y el salario mínimo

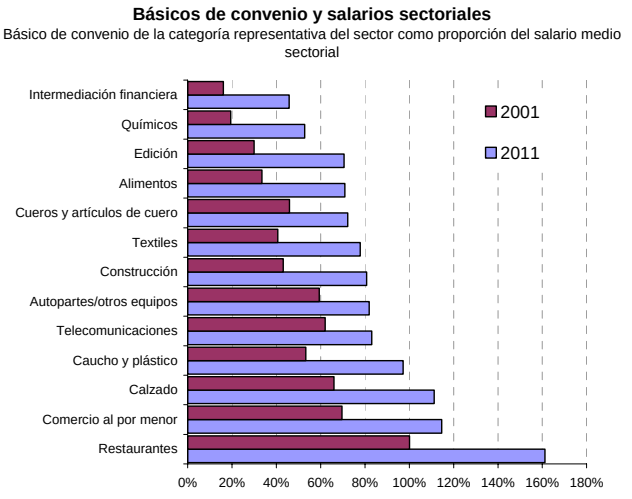
La evolución de los salarios formales privados se vincula con las instituciones del mercado laboral que los determinan, como son el salario mínimo y los convenios colectivos.

En primer lugar, el salario mínimo ha sido desde 2003 un elemento con creciente importancia. En 2001 el salario mínimo representaba cerca de un 25% del salario medio. En estos niveles, el salario mínimo cumplía con su rol central que es el de establecer un piso de ingreso (o de negociación) pero a la vez no afectar la demanda laboral. A partir de 2005 el salario mínimo se ubicó entre el 40% y el 50% del salario medio y entre el 50% y el 60% de la mediana del salario. Por ejemplo, en marzo de 2012, el salario mínimo llegaba a $2300; en promedio los trabajadores recibían una remuneración (habitual y sin SAC) de casi $6000, mientras que el 50% de los trabajadores cobraba menos que $4700 (la mediana).



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MTEySS

Por otro lado, la negociación colectiva se ha visto fuertemente impulsada a partir de 2007. Como ejemplo nos centramos en el sector productor de alimentos, donde las paritarias implicaron subas del básico de convenio de 16% en 2007, y del 30% en 2008. Luego en 2009 el crecimiento se modera para representar un 20% y luego vuelve a acelerarse en 2010 y 2011 para ser de 35% y 33%, respectivamente. Esta evolución es para la categoría más representativa del convenio, según el MTEySS. Para la categoría inferior el crecimiento entre 2006 y 2011 es levemente superior.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MTEySS

Es importante hacer notar que el básico de convenio ha sido cada vez más relevante. En efecto, en 2001, los básicos de convenio representaban un 16% del salario medio del sector de alimentos, mientras que hacia fines de 2011 representaba un 46%. Este incremento del peso de los básicos de convenio es general en los diferentes sectores de la economía.

Incluso, el salario *medio* de varios sectores es muy similar al básico de convenio de la *categoría mínima*, por ejemplo en *calzados*, *comercio al por menor* y *restaurantes*.

Otro potencial efecto de la relevancia de los básicos de convenio en los salarios formales es el hecho de que la distribución de los salarios parece haberse modificado. En efecto, entre 2001 y 2011 la media de los salarios formales del sector privado se multiplicó por 5; en el mismo período, la mediana se multiplicó casi por 7. Así, la mediana pasó de representar un 61% en 2001 hasta un 77% en 2011. Esto implica que los que más se vieron beneficiados por los incrementos han sido los trabajadores de menores salarios relativos.

Si bien esto último puede verse como un logro, no es menos cierto que básicos de convenio muy elevados terminan afectando la capacidad de crear empleo formal, sobre todo en las empresas pequeñas y las regiones más alejadas. En otras palabras, un básico de convenio muy elevado no es compatible con la gran diversidad de productividades entre empresas como presenta el país.

En Foco 2

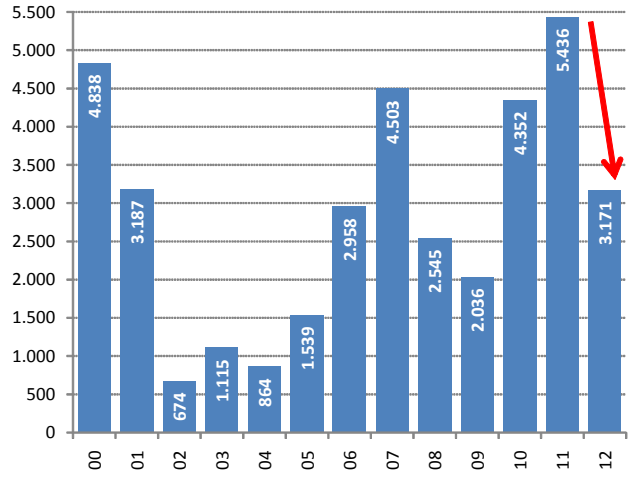
En los primeros siete meses del año, el financiamiento a través del mercado de capitales cae un 48%

- La merma se asocia al retroceso de 52% en la colocación de Fideicomisos Financieros
- Si se clasifican los FF por destino, se tiene que las financiaciones al consumo crecen 8% interanual, mientras que las destinadas al sector productivo caen 87%
- Asimismo, el volumen de emisión de ON cayó 25% entre enero y julio de este año respecto de igual período de 2011

Durante los primeros meses del año el financiamiento a través del mercado de capitales sumó US$ 3.171 millones, cayendo un 42% respecto de igual período del año pasado. Asimismo, y en concordancia con lo que viene sucediendo desde 2009, en lo que va del año aún no se registra colocación de nuevas acciones.

Financiamiento a través del mercado de capitales

acumulado ene-jul de cada año, en millones de US$



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos de IAMC

El financiamiento a través del mercado de capitales se había recuperado notablemente a partir del año 2006, mostrándose como un canal alternativo para la materialización de diversos tipos de inversiones. Dentro de estas, la herramienta que más dinamismo ha mostrado en los últimos años ha sido la colocación de Fideicomisos Financieros (FF). Mediante estos instrumentos, se han financiado diversos sectores y agentes: préstamos personales y de consumo, cupones de tarjeta de crédito, proyectos de obra pública, operaciones de leasing y agrícolas, así como también en su momento, préstamos hipotecarios y comerciales. A su vez, el mercado de capitales permite obtener financiamiento al sector PyME, mayormente mediante operaciones en el mercado primario de Cheques de Pago Diferido (CPD).

Como se mencionara anteriormente y se refleja en el gráfico, en los primeros siete meses del año el financiamiento total mediante el mercado de capitales fue 42% inferior al acumulado en idéntico período de 2011 y comparable con el nivel alcanzado en 2006. Esta significativa caída se caracteriza por un fenómeno que no es nuevo, pero que se ha acentuado aún más este año: el sesgo hacia el financiamiento del consumo. Si se clasifica al monto financiado a través de este mercado, se tiene que los FF representaron el 56% del total (US$ 1.785 millones) y, dentro de este monto, el 84% estuvo destinado a financiar carteras de préstamos personales o de consumo y cupones de tarjetas de crédito. El 18% restante de los FF se destinó a financiar proyectos de obra pública (US$ 266 millones), leasing (US$ 25 millones) y agrícolas (US$ 14 millones).

Teniendo en cuenta las variaciones interanuales del acumulado de siete meses, se tiene que el financiamiento mediante FF cayó un 52%, principalmente empujado por el derrumbe de la constitución de FF para proyectos de obra pública que pasaron de US$ 2.244 millones en 2011 a US$ 266 este año, cayendo 88% interanual. Si bien los FF vinculados a leasing crecieron 12% interanual, los agrícolas también cayeron en forma significativa pasando de US$ 45 millones a US$ 14 (-68% interanual). En suma, los FF destinados a financiar el consumo (préstamos personales/consumo y cupones de tarjetas) crecieron un 8% interanual, mientras que el resto (obra pública, leasing, agrícolas, etc.) -mayormente vinculado a la actividad productiva- cayó un 87%.

Por su parte, la colocación de Obligaciones Negociables (ON) acumuló US$ 1.142 millones, achicándose un 25% respecto del monto registrado en los primeros siete meses del año pasado.

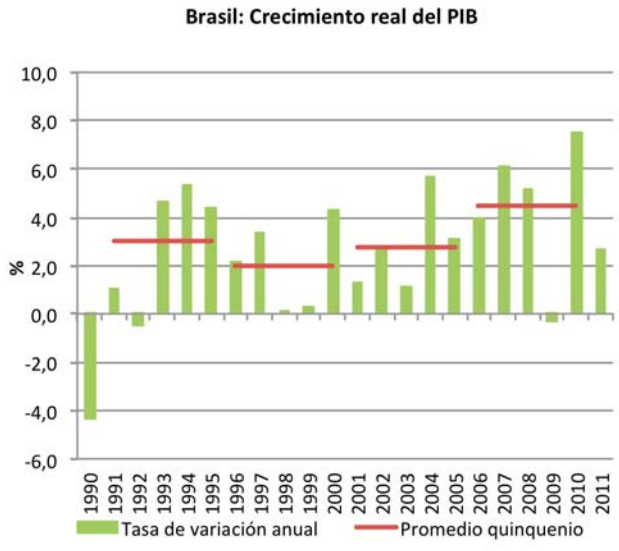
La nota positiva la ha dado el financiamiento destinado a PyMEs, que a pesar de ser aún acotado (US$270 millones), creció un 20% interanual alcanzando un pico desde 2001. Aquí, las operaciones se realizaron principalmente (89% del total) a través de CDP, que crecieron 32,5% interanual en volumen.

En Foco 3

Aumentan las chances de un buen 2013 para Brasil

- El gobierno acaba de anunciar un ambicioso plan pera mejorar la logística, abriendo paso a las inversiones privadas en el sector
- Cierta distensión externa se tradujo en una suba del BOVESPA de 10% en los últimos 15 días. Sin embargo, la nueva política económica impidió que el real se apreciara, a diferencia del peso chileno, que se fortaleció 7% en los últimos tres meses
- En función de estas novedades, se hace factible que el vecino país pueda duplicar su ritmo de crecimiento de 2012 para 2013, pasando de algo menos de 2% a un guarismo en torno a 4%

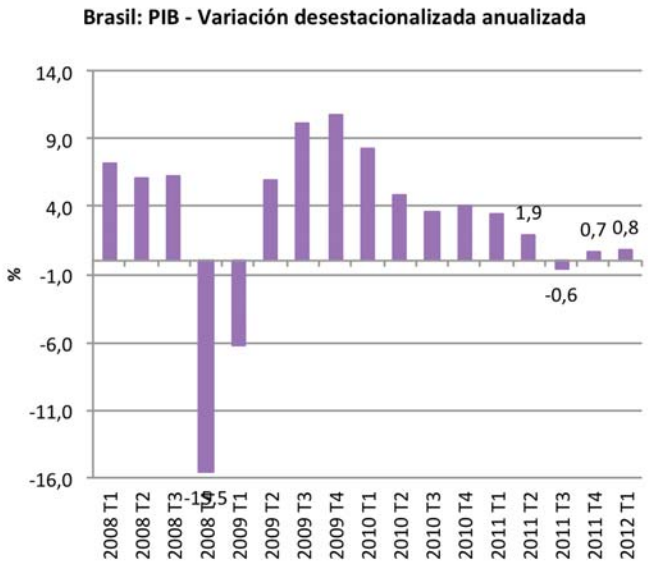
Para el año que viene, el crecimiento proyectado para la economía brasileña duplica a la proyección para este año: de menos de 2% en 2012 pasaría a cerca de 4% en 2013. El gobierno acaba de anunciar el Programa de Inversión en Logística, con el objetivo de incentivar la inversión privada en infraestructura, materia en la cual el país enfrenta un déficit significativo. El programa busca incentivar inversiones en la construcción de autopistas y ferrocarriles, y se estima que tendrá un



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ipea

impacto en forma más significativa a fines de 2013 y en 2014. Los anuncios podrían extenderse sobre puertos, aeropuertos y energía eléctrica. Lo que demuestra que se está pensando en el crecimiento de largo plazo.

El cambio de mix de la política económica ha permitido reducciones significativas de la tasa de interés (algo que también va en línea con un pensamiento más de largo plazo) y, a pesar de ello, la inflación se encuentra, por el momento, contenida. El avance de los precios se ha desacelerado en los últimos meses y, a pesar de un leve repunte en el mes de julio, se mantiene en torno a 5,2% anual. Todavía no se conocen los datos de crecimiento del PIB del segundo trimestre de este año, pero las proyecciones lo ubican a un ritmo que podría duplicar al del primer trimestre, en el que la economía creció apenas al 0,8% anual desestacionalizado. La pregunta es por qué Brasil está creciendo a un ritmo tan lento. Al "mal humor" internacional se suman algunos factores coyunturales en sectores específicos de la economía que pueden explicar este comportamiento, como una caída en el sector agrícola, atrasos operativos en producción y refino de petróleo, y desaceleración de la construcción residencial, entre algunos otros. Más allá de algunas particularidades, no hay razones para que todos ellos continúen afectando negativamente en 2013. Las condiciones internacionales no mejoran, pero el rol más activo que ha tomado el Banco Central Europeo acotando la incertidumbre, ha sido importante en materia de expectativas. De todas formas, el comercio internacional se ha resentido en todo este proceso y esto, sumado a una importante desaceleración de las compras que Argentina le hace a Brasil, ha tenido un impacto negativo sobre las expectativas, afectando el proceso de toma de decisiones, con impacto en el sector



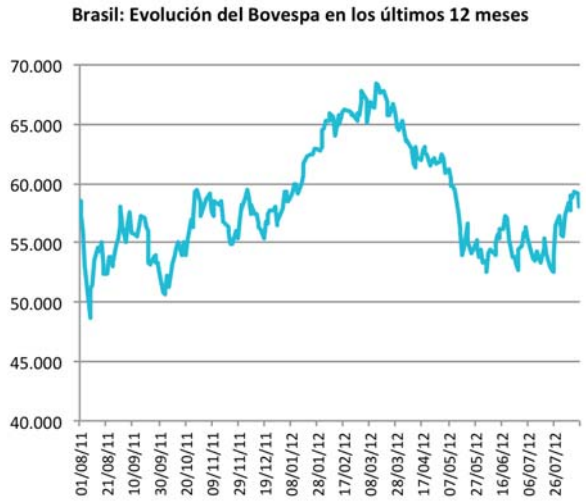
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ipea

industrial: en el mes de julio la producción mostró una contracción de 5,5% respecto al nivel de un año atrás.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IBGE

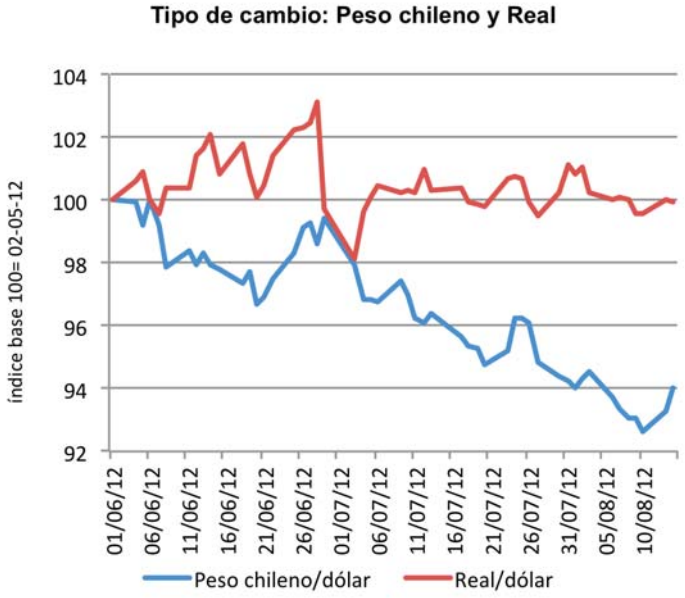
En el último mes se observó una menor volatilidad a nivel global, que ejerció un impulso positivo en la bolsa brasileña. En los últimos 15 días el Bovespa subió 10,3%. Esas mejores condiciones globales no se tradujeron en una apreciación del real. No se debe olvidar que Brasil continúa aplicando el Impuesto a las Operaciones Financieras extranjeras (IOF) en 6%, con el fin de desincentivar las inversiones de renta fija de corto plazo. Y que además, el Banco Central interviene en el mercado para sostener el real en torno en 2 reales/ dólar, nivel con el que parece sentirse cómodo. Además, influye el hecho que la tasa de interés se ubique en mínimos históricos, con la perspectiva de recortes adicionales. Si observamos el gráfico podemos ver la evolución del peso chileno y del real frente al dólar en los últimos 3 meses, con base 100 en los primeros días del mes de junio. Allí se observa un camino divergente en la cotización de las dos monedas frente al dólar: mientras que el peso chileno se ha apreciado un 7%, el real se ha mantenido constante en torno a los 2 reales por dólar, más allá de la mayor volatilidad de fines

de junio/principios de julio. Hoy, la moneda brasileña se encuentra un 27% depreciada frente al dólar respecto el nivel de un año atrás.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Yahoo Finance

Esto tiene un impacto positivo sobre la competitividad de las exportaciones brasileñas. Sin embargo, el comercio mundial se ha desacelerado y con ello las exportaciones del vecino país: de crecer un 27% anual en 2011 (exportaciones medidas en dólares corrientes), en el acumulado de 12 meses a julio registraron una variación interanual del 8%. La desaceleración ha sido general, a todos los destinos. Pero puede destacarse el caso de Argentina, por su importancia en el comercio exterior brasileño (es el 3º destino de mayor importancia de las exportaciones brasileñas, con una participación del 9% a fines de 2011): las exportaciones hacia nuestro país, que en 2011 crecieron un 23% interanual, pasaron a terreno negativo en el mes de julio. En el acumulado de 12 meses se observa una contracción del 5% en las compras que hace la Argentina al vecino país.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Bancos Centrales