



Informe de Coyuntura del IERAL

Año 21 - Edición N° 758 - 18 de Octubre de 2012

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

Controles Cambiarios: balance y perspectivas

En Foco 1 – Joaquín Berro Madero

Se modera la expansión del crédito al sector privado; ¿pausa o cambio de tendencia?

En Foco 2 – Hernán Ruffo

Las políticas para reducir la pobreza deberían contemplar la vulnerabilidad que generan los cambios laborales y la informalidad

En Foco 3 – Martín Clause

China e India crecen menos, pero ahora ponderan más en el comercio mundial; ¿Qué factor prevalecerá?

En Foco 4 – Eliana Miranda

Internacional: ¿será España el “conejillo de indias” del nuevo programa de rescate?

Edición y compaginación
Karina Lignola y Silvia Ochoa

IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar



Editorial: 3

Controles Cambiarios: balance y perspectivas

- Las medidas adoptadas un año atrás hicieron que el aterrizaje del nivel de actividad fuera más brusco, pero aún así las presiones inflacionarias no han cedido
- Se moderó el ritmo de caída de las reservas, pero no se ven signos de recomposición de los activos externos del Banco Central, pese a la ampliación del superávit comercial
- Pese a las desventajas, el riesgo de desmontar los controles sin un plan antiinflacionario puede contribuir a que el esquema se mantenga por un tiempo más

En Foco 1: 7

Se modera la expansión del crédito al sector privado; ¿pausa o cambio de tendencia?

- Los préstamos en pesos, que avanzaban a un ritmo de 4% mensual en agosto, pasaron a 3,2% en setiembre
- En parte, estas operaciones compensan la merma de los créditos en moneda extranjera: la expansión neta, que era de 2,5% mensual en agosto, pasó a 2,1% en setiembre
- Las operaciones comerciales, incluidos los adelantos en cuenta corriente, son las que más desaceleran

En Foco 2: 10

Las políticas para reducir la pobreza deberían contemplar la vulnerabilidad que generan los cambios laborales y la informalidad

- La volatilidad de los ingresos de las familias es muy fuerte, por lo que el promedio de la población bajo la línea de pobreza arroja información insuficiente para el diseño de instrumentos
- La volatilidad de ingresos se traduce en transiciones sustanciales desde y hacia la pobreza. De hecho, alrededor del 40% de los pobres no lo eran el año previo
- Los hogares que persisten en la pobreza suelen incluir parejas jóvenes, con menores a cargo, con estudios trunco e inserción precaria en el mercado laboral

En Foco 3: 16

China e India crecen menos, pero ahora ponderan más en el comercio mundial; ¿Qué factor prevalecerá?

- La participación en las importaciones mundiales de China e India aumentó de 5,2% en 2002 a 12,4% en 2012
- Después de la crisis, y también por el cambio de modelo de crecimiento de China, el ritmo de aumento de las importaciones es menor. Aún así, supera por entre 5 y 7 puntos porcentuales la variación anual del comercio mundial
- La evolución de los precios de las materias primas comienza a diferenciarse, con metales sintiendo más la crisis que granos y energía

En Foco 4: 19

Internacional: ¿será España el “conejillo de indias” del nuevo programa de rescate?

- La mochila de la deuda es muy pesada para España, alcanzando 466% del PIB cuando se agregan compromisos públicos y privados
- El país enfrenta vencimientos de deuda por 35 mil millones de euros en un par de semanas. Los mercados han virado al optimismo descontando un rescate, pero todavía no está dicha la última palabra
- Una cuestión por resolver es cuán “ilimitada” será la intervención del Banco Central Europeo, en caso que España solicite el rescate

Editorial

Controles Cambiarios: balance y perspectivas

- Las medidas adoptadas un año atrás hicieron que el aterrizaje del nivel de actividad fuera más brusco, pero aún así las presiones inflacionarias no han cedido
- Se moderó el ritmo de caída de la reservas, pero no se ven signos de recomposición de los activos externos del Banco Central, pese a la ampliación del superávit comercial
- Pese a las desventajas, el riesgo de desmontar los controles sin un plan antiinflacionario puede contribuir a que el esquema se mantenga por un tiempo mas

Casi un año atrás¹, analizábamos los efectos de los controles cambiarios a un mes de su implementación y concluíamos que para reducir la brecha cambiaria era clave la consistencia entre la variación oficial del tipo de cambio con la tasa de inflación, con el aumento de los salarios y con el ritmo de emisión monetaria del Banco Central. Explicábamos, además que esta consistencia era importante no solamente para reducir la brecha cambiaria sino también para permitir que la economía realice un aterrizaje suave en el nivel de actividad económica.

A lo largo de este año, la variación del tipo de cambio oficial se mantuvo por debajo de la evolución de los precios², de los salarios y de la emisión monetaria. De esta forma y tal como se preveía en el citado informe, la brecha cambiaria se amplió fuertemente (del 11% en noviembre del 2011 al 30% en la actualidad) y la economía experimentó un aterrizaje brusco ya que pasó de crecer de un ritmo del 6.5% anual en el tercer trimestre del 2011 a solamente el 0.1% en los primeros ocho meses del 2012³.

¹ Ver “Controles Cambiarios: un balance a cuatro semanas”, Informe de Coyuntura del IERAL Mensual, Ed. 702, 24 de Noviembre de 2011, páginas 2-8.

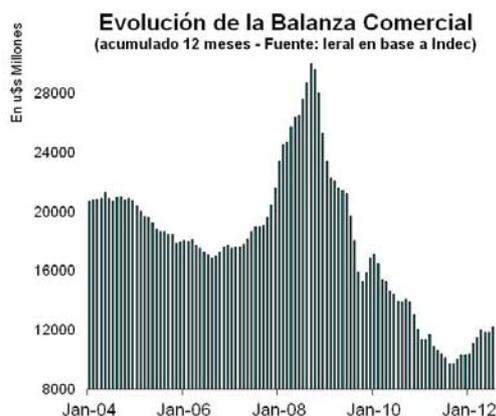
² Medido por la inflación promedio de las Direcciones Provinciales de Estadística.

³ De acuerdo al Indicador General de Actividad (IGA) de Orlando Ferreres.

Más allá de esta dinámica, a un año de la implementación de los controles es importante realizar un balance cotejando los objetivos oficiales con los resultados, y en función de esto conjeturar acerca del futuro de los controles.

El nacimiento de este esquema se justificó en la necesidad del Banco Central (BCRA) de detener la pérdida de reservas internacionales que estaba sufriendo, buscando escapar al mismo tiempo de un salto en la paridad cambiaria, con el fin de evitar una mayor presión inflacionaria y la intensificación de la salida de capitales.

El objetivo vinculado a las reservas del BCRA fue alcanzado parcialmente porque, si bien los controles cambiarios moderaron el ritmo de caída, no lograron que aumentaran a pesar de la sustancial mejora en el Balance Comercial⁴. Esta falta de recuperación en el nivel de reservas en un contexto de aumento del superávit comercial, demuestra claramente que los controles pueden ser útiles solamente para atemperar una situación de muy corto plazo.



Respecto a la variación del tipo de cambio, si bien el BCRA terminó acelerando su ritmo (pasó del 8% anual en 2011 a casi el 16% anualizado en los últimos meses del 2012), se mantuvo por debajo de la trayectoria de la inflación, generando un deterioro adicional del tipo de cambio real.

⁴ Para más detalles, ver “Argentina: las dos caras del superávit comercial”, Informe de Coyuntura del IERAL Mensual, Ed. 753, 20 de Septiembre de 2012.



Respecto de las intenciones de morigerar el proceso inflacionario a través del ancla cambiaria, no hubo gran éxito porque el ritmo de la inflación se mantuvo prácticamente en el mismo andarivel⁵ pero en un contexto de fuerte estancamiento de la economía, como se analizó anteriormente. Esta falta de eficacia del sistema de tipo de cambios múltiples para contra-restar el proceso inflacionario es congruente con lo que muestra la evidencia empírica internacional⁶ de fines de los años 80's y principios de los 90's.

Más allá de los problemas que están acarreado los controles cambiarios (caída en la inversión, mayor incertidumbre, etc.) y de los magros resultados tanto en materia inflacionaria como de cuidado de las reservas del BCRA, el escenario más probable del sistema cambiario en Argentina es la continuidad del actual esquema en la medida en que subsista una elevada tasa de inflación.

El problema inflacionario ha llevado al Banco Central a una encrucijada. Para entender este desafío, supongamos por un momento que las autoridades monetarias decidieran levantar las actuales restricciones cambiarias, pero sin atacar el problema inflacionario. En este escenario, el BCRA debería decidir si el tipo de cambio (oficial y único) va a estar determinado libremente por el mercado o va a volver a ser manejado en una franja angosta, como antes de la vigencia de los controles.

- Levantar las restricciones cambiarias y dejar flotar libremente el tipo de cambio parecería una opción muy arriesgada en el actual contexto de alta inflación, déficit fiscal creciente y en vísperas de un periodo eleccionario. Teniendo en cuenta esto, es poco probable que esta opción sea considerada por las autoridades económicas.

⁵ Cercano al 23% anual según la información de las Direcciones de Estadísticas Provinciales.

⁶ Ver Ghei, N. and Kiguel, M, (1992), "Dual and Multiple Exchange Rate Systems in Developing Countries", working paper, World Bank.

- Levantar las restricciones cambiarias pero evitando la libre flotación, demanda a su vez optar por tres caminos alternativos:
 - Manejar la paridad con una devaluación **menor** a la tasa de inflación.
 - Manejar la paridad con una devaluación similar a la tasa de inflación.
 - Manejar la paridad con una devaluación mayor a la tasa de inflación.

En el primer caso, teniendo en cuenta que el tipo de cambio real (TCR) ya se encuentra en un nivel bastante bajo y que se atrasaría aún más en este esquema, la gente seguramente consideraría a esta política como temporaria. Por lo tanto, lo más probable es que en este escenario la gente aproveche la libertad cambiaria para comprar dólares (reduciendo las reservas del BCRA) previendo que tarde o temprano el tipo de cambio real tendrá que comenzar a recuperarse. Este análisis lleva a pensar que esta alternativa difícilmente sea adoptada.

A diferencia del caso anterior, la segunda y la tercer opción tienen la ventaja de que el tipo de cambio real dejaría de caer (incluso subiría en la último caso). El problema es que bajo cualquiera de estas dos alternativas, la gente también comprará dólares porque es una forma de evitar el impuesto inflacionario ya que al ser la devaluación igual o mayor que la tasa de inflación, el atesoramiento de moneda extranjera les permitiría mantener o mejorar el poder adquisitivo de sus activos. De esta forma, estas dos últimas opciones también implican pérdida de reservas por parte del BCRA. Por lo tanto, su adopción también resulta improbable.

El análisis de las distintas alternativas para liberar el mercado cambiario muestra las razones por las cuales el BCRA está entrampado, siendo difícil que, en el corto plazo, pueda salir de ellos.

¿Existe alguna alternativa o plan para salir de esta dinámica perversa que perpetúa los controles cambiarios? La respuesta es afirmativa y de hecho muchos países, incluido la Argentina, tuvieron fuertes controles cambiarios en el pasado y pudieron abandonarlos en forma exitosa. La clave, común a todos ellos, fue atacar el principal problema que originó la dinámica de los controles y es la tasa de inflación. Sin un ataque claro y certero al problema inflacionario que reduzca considerablemente la tasa de crecimiento de los precios, cualquier sistema cambiario resulta inestable tarde o temprano. Como conclusión, en la medida que Argentina no resuelva el problema inflacionario, difícilmente se pueda solucionar la inestabilidad del mercado cambiario y proceder a una eliminación exitosa de los controles.

En Foco 1

Se modera la expansión del crédito al sector privado; ¿pausa o cambio de tendencia?

- Los préstamos en pesos, que avanzaban a un ritmo de 4% mensual en agosto, pasaron a 3,2% en setiembre
- En parte, estas operaciones compensan la merma de los créditos en moneda extranjera: la expansión neta, que era de 2,5% mensual en agosto, pasó a 2,1% en setiembre
- Las operaciones comerciales, incluidos los adelantos en cuenta corriente, son las que mas desaceleran

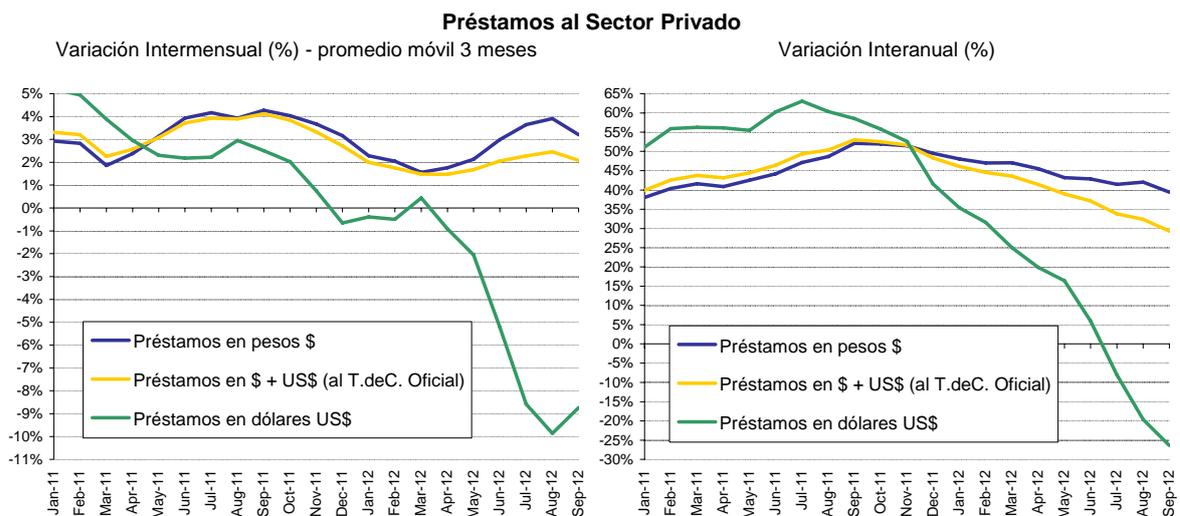
Si bien el mercado de crédito local continúa expandiéndose a muy buen ritmo y el sistema financiero en general cuenta con un alto nivel de liquidez, en septiembre se observan algunos cambios de trayectoria, con préstamos al sector privado que moderan su tasa de crecimiento intermensual e interanual. A su vez, la principal fuente de fondeo de los bancos, los depósitos privados, también reflejan una tenue desaceleración y comienza a observarse en los últimos días una incipiente suba en las tasa de interés.

Los créditos bancarios al sector privado, que rondan los \$338,1 mil millones, continúan expandiéndose en forma intermensual a una tasa superior al 2%. Sin embargo, como muestra el gráfico -la curva naranja que muestra el total de préstamos, expresados en pesos al tipo de cambio oficial-, hay una tenue moderación de 2,5% intermensual que marcó en agosto a 2,1% el mes pasado. Por su parte, los créditos privados en moneda extranjera continúan cayendo a tasas cercanas al 9% intermensual, acumulando una caída de stock de préstamos de US\$ 3,4 mil millones en lo que va de 2012. Los préstamos denominados en pesos, que en gran medida han sustituido a los anteriores, crecieron al 3,2% intermensual el mes pasado, marcando una desaceleración respecto de agosto cuando se expandían casi al 4%. Dentro de esta desaceleración, los créditos comerciales (Adelantos en Cuenta Corriente, Documentos a Sola firma, Otros

Documentos, etc.) en pesos son los que más han sufrido el impacto de la desaceleración.

El gráfico de la derecha muestra también la expansión de los créditos, pero esta vez, en forma interanual. Aquí la dinámica es distinta: el crecimiento del stock de préstamos privados está desacelerándose en forma continua desde octubre de 2011, mes de comienzo de la introducción de controles cambiarios. Si bien el ritmo continúa siendo elevado, hoy los créditos se expanden al 30% interanual, los denominados en pesos al 40% y los en moneda extranjera decrecen -25%.

En resumen, el ritmo de expansión de las financiaciones bancarias al sector privado continúa siendo significativo, pero comienzan a observarse cambios de tendencia y moderación. Habrá que esperar los datos de octubre para saber si esta tendencia se confirma o se revierte.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA

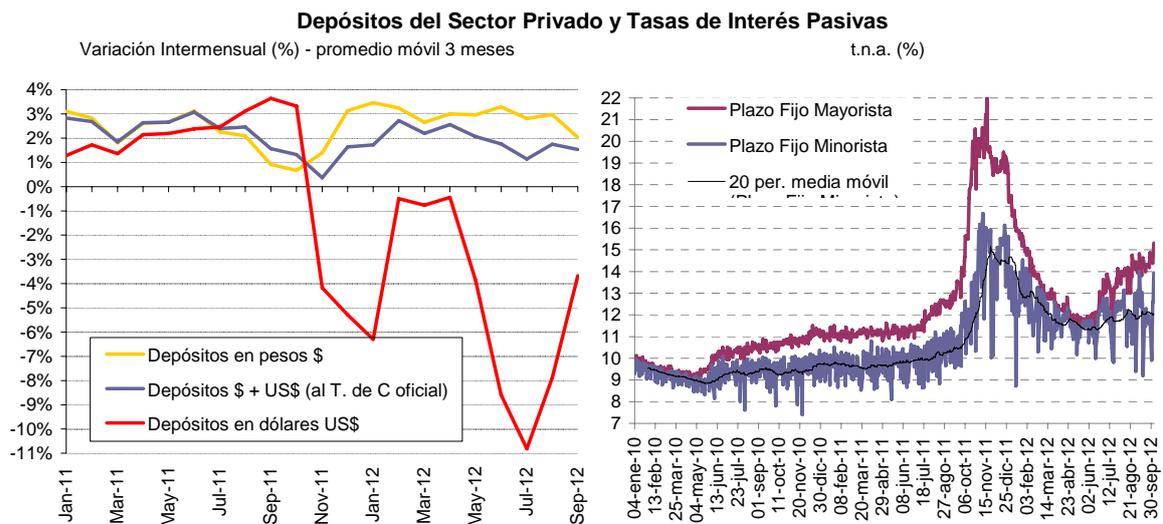
Del otro lado del mostrador, los bancos fondean sus líneas crediticias con depósitos del sector privado. Éstos promedian \$386,7 mil millones y, al igual que los créditos, están creciendo a buen ritmo aunque se comienza a vislumbrar una incipiente desaceleración a partir de septiembre pasado.

Como muestra el gráfico de la izquierda, los depósitos privados totales -expresados en pesos al tipo de cambio oficial- pasaron de 1,8% intermensual en agosto a 1,5% en septiembre. En particular, las colocaciones en pesos venían creciendo al 3% intermensual desde abril hasta agosto de este año, y el mes pasado desaceleraron a 2%. Por su parte, los depósitos en dólares continúan deteriorándose a una tasa de -

3,7% intermensual y acumulan una pérdida de stock por encima de US\$ 4,1 mil millones en lo que va del año.

Este fenómeno, de desaceleración del ritmo de colocación de depósitos por parte del sector privado, tiene su correlato por el lado de las tasas de interés pasivas (las que pagan los bancos a sus depositantes) que reflejan hacia fines de septiembre y durante los primeros días del corriente mes una incipiente suba. La tasa de interés por plazos fijos minoristas ya se ubica en torno a 13% anual, contra el 11,9% que promedió durante agosto. Y, la de plazos fijos mayoristas (BADLAR), pasó de 13,9% en agosto a 15,3% durante la primera semana de octubre.

En este contexto, a pesar del elevado nivel de liquidez del sistema bancario, una tenue desaceleración en el ritmo de expansión de los depósitos ya convalida una leve suba en las tasa de interés pasivas.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA

En Foco 2

Las políticas para reducir la pobreza deberían contemplar la vulnerabilidad que generan los cambios laborales y la informalidad

- La volatilidad de los ingresos de las familias es muy fuerte, por lo que el promedio de la población bajo la línea de pobreza arroja información insuficiente para el diseño de instrumentos
- La volatilidad de ingresos se traduce en transiciones sustanciales desde y hacia la pobreza. De hecho, alrededor del 40% de los pobres no lo eran el año previo.
- Los hogares que persisten en la pobreza suelen incluir parejas jóvenes, con menores a cargo, con estudios truncos e inserción precaria en el mercado laboral

Desde el punto de vista de las políticas públicas y del análisis de las condiciones sociales, no sólo es importante cuantificar la incidencia de la pobreza en los hogares y las personas sino también analizar la dinámica. De hecho, la persistencia en la situación de pobreza de cada hogar es un aspecto fundamental para determinar qué tipo de asistencia hace falta diseñar para cada caso.

Como analogía resulta útil referirse al caso de los desempleados, en donde el aspecto de la dinámica está más presente. Las políticas no serán las mismas para los que pasan por el desempleo por un período relativamente corto y relativamente infrecuente (para ellos el seguro de desempleo es adecuado) que para los que son desempleados de largo plazo, probablemente afectados por cuestiones estructurales. Para este último caso hace falta una intervención que los ayude a reinsertarse, por ejemplo, a partir de políticas de capacitación. Evidentemente, aquellos trabajadores con mayor duración y persistencia del desempleo serán los más afectados por esta problemática.

El índice de pobreza muestra la proporción de personas que viven en hogares cuyos ingresos no alcanzan para cubrir los costos de una determinada canasta. Esta categorización distingue a los hogares de una manera simple y no incluye ningún

indicador de la dinámica. En particular, no analiza la vulnerabilidad por ingresos de los hogares y la probabilidad de que los mismos caigan en una situación de pobreza.

Para analizar este aspecto primero se hará una descripción de los cambios de ingresos de los hogares y de los ocupados, para luego analizar qué implicancias tienen estos cambios en la dinámica de la pobreza.

Volatilidad de los ingresos

La volatilidad de los ingresos es un primer indicador para analizar los riesgos que enfrentan los hogares. En este caso, miraremos los incrementos porcentuales del ingreso familiar en cada hogar y lo compararemos con los cambios en la valoración de los precios.

Para ello, utilizamos los datos de la Encuesta Permanente de Hogares que permite realizar un seguimiento de las personas a lo largo del tiempo y comparamos los cambios de ingresos a lo largo de un año (comparando el primer y segundo trimestre de 2012 con los ingresos de los mismos períodos de 2011).

Se encuentra que el cambio (mediano) en el ingreso total familiar es de 25%. Este valor está en línea o es superior a la evolución de los precios y, en promedio, muestra que los ingresos de los hogares no han perdido poder adquisitivo. Sin embargo, esta variación es muy desigual. De hecho, más de un cuarto de las personas vio reducirse su ingreso en términos nominales; una proporción similar ha visto que el ingreso familiar ha aumentado más de un 75%. En total, un 46% de las personas vio caer su ingreso en relación al incremento de la canasta de la línea de pobreza.

Cambios de empleo y variabilidad del ingreso laboral

Estas modificaciones del ingreso en el hogar pueden deberse a cambios en la condición de ocupación de las personas, por ejemplo, porque alguno de los miembros del hogar puede haber pasado del empleo al desempleo o la inactividad, o bien por el hecho de que los hogares cambian su nivel de ingresos laborales cuando se mantienen ocupados, incluso en el mismo puesto.

Al analizar el cambio en los salarios (dentro de los que están ocupados en los dos momentos del tiempo), se encuentra que los mismos aumentaron un 25% (mediana), con una distribución parecida al del ingreso familiar.

Parte de estos cambios se deben a que los trabajadores cambian de puestos entre los dos períodos. En otras palabras, los cambios de salarios analizados hasta aquí incluyen potencialmente el efecto de pasar por el desempleo, dado que una gran parte de los ocupados pierde su empleo durante el año y consiguen otro durante el mismo período.

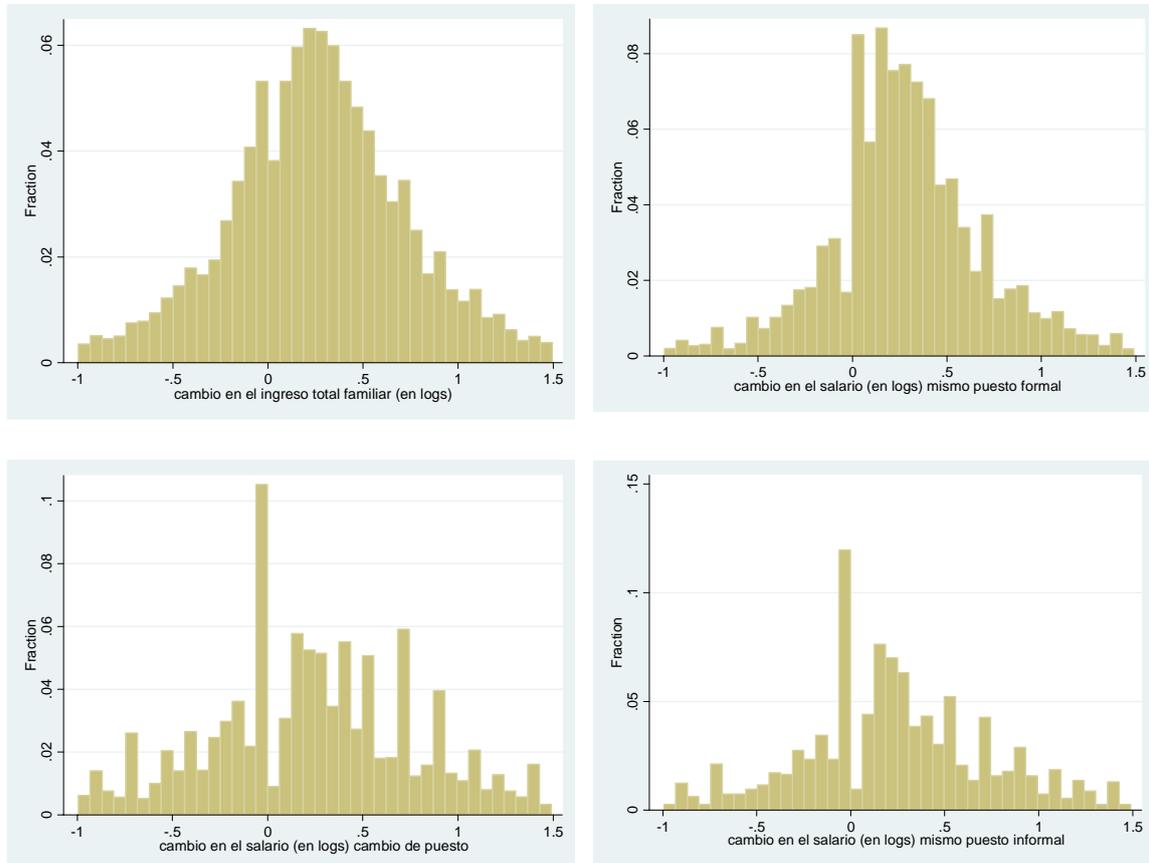
Un análisis más estricto de los cambios de ingresos es el que se circunscribe a los ocupados que se mantienen en el mismo puesto. Aquí, nos centramos sólo en los asalariados. Los cambios en este caso, son mayores: los asalariados que mantuvieron su puesto vieron incrementarse un 29% (mediana) sus ingresos laborales habituales.

Por otro lado, los que cambiaron de puesto, por el contrario, percibieron un incremento de 25% (mediana), pero con una mucha mayor volatilidad.

Otra categorización relevante en este caso es el de formales e informales. Los que mantuvieron sus puestos formales percibieron, en mediana, un 30% de incremento. Este incremento es superior a lo fijado por los convenios colectivos durante el año. Esto no es llamativo, dado que un trabajador que mantiene su puesto tiene posibilidades de haber mejorado su categoría o pasado a cobrar algún plus por antigüedad.

Por su parte, los que se mantuvieron en puestos informales percibieron un incremento del 24%. Este menor aumento de los salarios informales y su brecha con los incrementos logrados por los formales parece ser un resultado de la menor dinámica del mercado laboral que afecta sobre todo a los trabajadores menos protegidos.

Cambios interanuales en ingresos EPH 1er semestre 2012 vs. 1er semestre 2011



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de EPH – INDEC.

Volatilidad del ingreso y pobreza

Estos cambios en el mercado laboral también explican la incidencia de la pobreza. De hecho, la caída en la pobreza puede/suele surgir como un efecto de la pérdida del empleo o de un despido seguido de una reinscripción en puestos con menores salarios.

Por esto, la situación de pobreza no es una condición inmutable o estable, sino que implica una transición cuantitativamente importante. De hecho, una proporción de hogares transita intermitentemente hacia una situación de pobreza. Esto en parte se debe a que la definición de pobreza es arbitraria y ligada a un determinado nivel de ingresos a partir del cual los hogares dejan de ser pobres, que no hace referencia a aspectos dinámicos ni estructurales (la situación patrimonial, las condiciones de vivienda o la educación).

Es por ello que resulta importante cuantificar a los hogares que en cada período caen en la pobreza o que escapan de la misma. Para ello, tomando los primeros dos trimestres de 2011 y de 2012, comparamos la situación de los hogares en ambos períodos, identificando estas transiciones.

Se encuentra que un 14% de los hogares tuvo sus ingresos por debajo de la línea de pobreza en ambos períodos. Este es el grupo de hogares con mayor incidencia, en donde las políticas sociales deben estar focalizadas.

Por otro lado, tres de cada cuatro hogares no fue pobre en ninguno de los dos períodos en los cuales se los observa.

Por último, aproximadamente un 7% de los hogares sale de la pobreza y una proporción similar que pasa a ser pobre. Se trata de cerca de 15% de los hogares que se encuentran en esta situación de intermitencia. De hecho, casi la mitad de los pobres no lo eran el año previo. Esta proporción es llamativa cuando se considera que las transferencias de programas públicos son relativamente fuertes, incluyendo el seguro de desempleo, la asignación universal por hijo y otros beneficios de la seguridad social, cuyo objetivo es mantener el ingreso del hogar ante shocks y que deberían reducir la probabilidad de caer en la pobreza.

Este punto de vista nos permite enfatizar un aspecto en otro caso oculto: si bien la pobreza afecta a una proporción sustancial de hogares (un 25% entre los que son pobres o lo fueron durante el año), no es menos cierto que esta fuerte transición indica también que la situación de pobreza es transitoria, y por tanto menos grave, para una gran proporción de los pobres. Esto es posible dado que los ingresos laborales son relativamente altos en relación a la línea de pobreza, lo que hace que cambios en las condiciones laborales permitan la salida de la pobreza.

También es importante destacar que parte de este fuerte flujo de entrada a la pobreza puede deberse a una escasa actualización del salario en relación al crecimiento de los precios de la canasta.

Caracterización

Resulta también interesante caracterizar a los hogares según cada tipo de situación en cuanto a la pobreza del hogar. En concreto, analizaremos algunas variables centrales para el mercado laboral.

Caracterización de los hogares por tipo de transición en su situación de pobreza

| | No pobres - No pobres | Pobres - No pobres | No pobres - pobres | Pobres - pobres |
|--|--------------------------|-----------------------|-----------------------|--------------------|
| % de personas | 72% | 7% | 8% | 14% |
| Cantidad de miembros | 2.9 | 3.8 | 3.9 | 4.9 |
| Cantidad de menores de 12 años | 0.5 | 0.9 | 1.0 | 1.7 |
| Cantidad de mayores de 65 años | 0.4 | 0.2 | 0.1 | 0.1 |
| Edad promedio del jefe | 53.8 | 47.2 | 46.3 | 42.9 |
| % adultos inactivos | 25% | 31% | 40% | 41% |
| % adultos desempleados | 4% | 6% | 11% | 9% |
| % adultos empleados | 71% | 64% | 48% | 49% |
| % adultos ocupados en puestos formales | 56% | 29% | 24% | 16% |
| % de adultos con educación menor a secundaria completa | 37% | 62% | 60% | 72% |

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a EPH, INDEC y DPE San Luis.

En suma, los hogares que persisten en la pobreza suelen ser hogares jóvenes, con menores en el hogar, con nivel educativo menor a secundaria completa entre los adultos, con baja participación en el mercado laboral o inserción precaria con puestos de baja calidad (alta informalidad).

Este es el núcleo de los hogares que requieren un apoyo en la forma de políticas sociales cuyo objetivo central debería ser el de brindar herramientas para lograr una mejor inserción en la economía y no sólo otorgar transferencias de ingreso.

En Foco 3

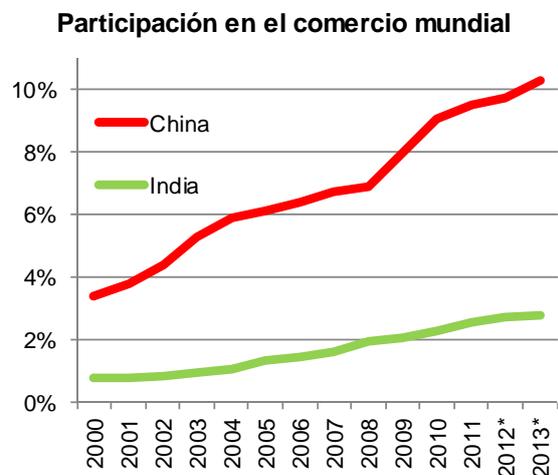
China e India crecen menos, pero ahora ponderan más en el comercio mundial; ¿Qué factor prevalecerá?

- La participación en las importaciones mundiales de China e India aumentó de 5,2% en 2002 a 12,4% en 2012
- Después de la crisis, y también por el cambio de modelo de crecimiento de China, el ritmo de aumento de las importaciones es menor. Aún así, supera por entre 5 y 7 puntos porcentuales la variación anual del comercio mundial
- La evolución de los precios de la materias primas comienza a diferenciarse, con metales sintiendo más la crisis que granos y energía

Durante al crisis financiera de 2008-09, las dos grandes economías asiáticas emergentes, China e India, traccionaron la recuperación del comercio mundial, explicando casi el 50% del crecimiento de las importaciones mundiales. En la actualidad, estas dos economías desaceleraron el crecimiento de su PIB, y al parecer, se están estabilizando en un andarivel de crecimiento inferior a la etapa anterior. Esto causa preocupación porque se prevé que esto resultaría en menor crecimiento del comercio mundial, pero como se analiza a continuación, este nuevo escenario es parcialmente compensado por una mayor participación de estos países en el comercio mundial.

En el período anterior a la crisis de 2008-09, las importaciones de China e India crecieron a una tasa anual promedio de 25,6% y 28,7% respectivamente, que compara con una tasa de crecimiento de 14,1% de las importaciones mundiales en el mismo período. Durante la crisis, entre los años 2008 a 2010, el comercio mundial cayó fuertemente y luego se recuperó, logrando una tasa de crecimiento anualizada de apenas 2,6%, mientras que China e India crecieron en promedio 13,4% y 15,2% interanual. Entre 2011 y 2013 se espera que el comercio mundial crezca a una tasa anualizada de 10,1%. Por su parte, los pronósticos para China e India son de 14,9% y 17,4% respectivamente.

El crecimiento de las importaciones de estos países por sobre el promedio mundial resultó en un gran aumento de la participación en las importaciones totales. En 2002 China representaba el 4,4% de las importaciones mundiales e India el 0,8%, y en 2012 esos ratios se ubican en 9,7% para China y 2,7% para India. Esto implica que dada la mayor ponderación en el comercio mundial, aunque estos dos países crezcan a menor ritmo, su contribución al crecimiento del comercio mundial tiende a aumentar. En el período entre 2002 y 2007, estos dos países explicaron en conjunto el 11,4% del crecimiento del comercio mundial, durante la crisis lograron un máximo de 48,6%, explicado por el crecimiento casi nulo del comercio mundial. En el período actual (2011 a 2013), se estima que estos dos países explican el 18,1% del aumento en el comercio mundial. Es decir que, a pesar del menor ritmo de crecimiento, contribuyen hoy más al crecimiento del comercio mundial que en el período previo a la crisis. Si estos dos países tuviesen hoy la participación en el comercio mundial de hace 10 años, su contribución al crecimiento sería de apenas 9,6%.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a OMC, World Bank y Deutsche Bank

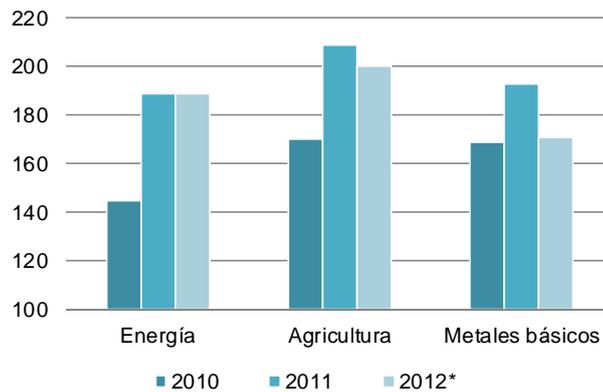
Tras fuertes tasas de expansión del PIB en la etapa de recuperación de la crisis, estos dos países plantean escenarios de crecimiento sostenido del producto bruto, pero a un andarivel inferior. Mientras en India se prevén tasas de crecimiento en ascenso desde 6,9% este año hasta 7,4% en 2014, en China se estima un crecimiento del producto en torno al 8% este año, con riesgo de que la desaceleración actual se profundice. La desaceleración de China es consecuencia de un rebalanceo que está atravesando el país, desde el crecimiento liderado por la inversión (que representó el 50% del PIB en 2011) hacia un mayor énfasis en el consumo interno. Este año el gobierno chino tomó acción directa para evitar una burbuja inmobiliaria, con medidas orientadas a reducir los precios de las propiedades, desincentivando la inversión tanto en propiedades residenciales como no residenciales.

Concluyendo, hay tres vectores a tener en cuenta en el nuevo escenario, en particular para el caso de China:

- a) Crecimiento en un andarivel inferior
- b) Mayor ponderación en la economía y en el comercio mundial
- c) Rebalanceo en el modelo de crecimiento

Estos factores podrían compensarse parcialmente entre sí. De hecho, los precios internacionales de las materias primas pueden estar acomodándose al nuevo escenario. Como se observa en el gráfico adjunto, los precios de los metales parecen los más castigados por la coyuntura (el efecto rebalaceo de China en particular) con una caída a Septiembre de este año de 11,5% respecto del promedio de 2011 y en un nivel semejante al de 2010. Por el contrario, en retroceso de los precios en agricultura y energía es insignificante respecto del año pasado y todavía se ubican 30,5% por encima de 2010 para el caso de la energía y 17,5% para el caso de agricultura.

Evolución de precios internacionales de materia primas
base 2005 = 100



*Septiembre

Fuente: IERAL de Fundación mediterránea en base a FMI

En Foco 4

Internacional: ¿será España el “conejiillo de indias” del nuevo programa de rescate?

- La mochila de la deuda es muy pesada para España, alcanzando 466% del PIB cuando se agregan compromisos públicos y privados
- El país enfrenta vencimientos de deuda por 35 mil millones de euros en un par de semanas. Los mercados han virado al optimismo descontando un rescate, pero todavía no está dicha la última palabra
- Una cuestión por resolver es cuan “ilimitada” será la intervención del Banco Central Europeo, en caso que España solicite el rescate

Los mercados descuentan que España pedirá rescate a la Unión Europea. Esto se refleja en el comportamiento de varios indicadores: los mercados bursátiles europeos al alza, en especial el IBEX que supera los 8.000 puntos que había perdido en el mes de septiembre; el rendimiento de los bonos a la baja, con el bono a 10 años ubicándose en torno al 5,7%;

la prima de riesgo perfora el piso de los 400 puntos básicos; el Euro traspasando 1,30; el costo para asegurarse contra el default de deuda española (CDS a 5 años) cayendo a su nivel más bajo desde julio de 2011 (en 283 p.b.). Las expectativas de un pedido de rescate que ya se manejaban fueron reforzadas por la decisión que tomó la agencia calificadora de riesgos Moody's, al mantener sin cambios el ranking de España,

tras haberlo puesto bajo revisión. Esta decisión, inesperada por los mercados, evitó

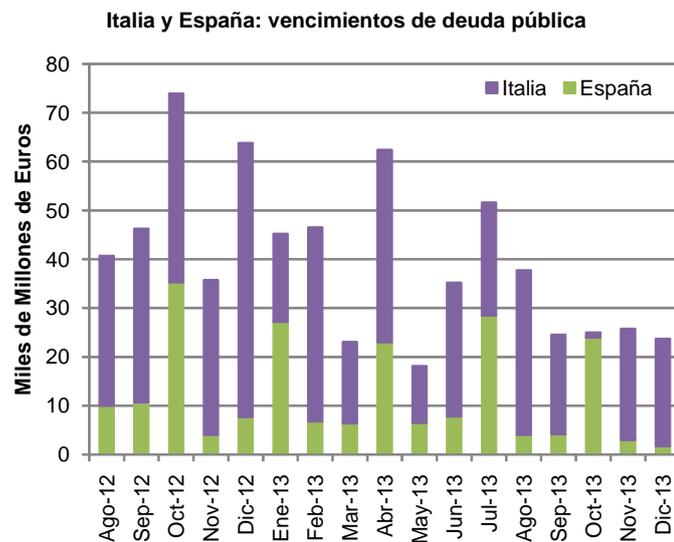
España: Evolución del IBEX 35 en el último año



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a la Bolsa de Madrid

que el país pierda el grado de inversión, lo que hubiera tenido un impacto muy negativo sobre la deuda. Moody's condiciona en parte el mantenimiento del rating a que España pida su rescate. De todos modos, pese al optimismo de los mercados, la decisión política es compleja tanto del lado del gobierno español como de sus socios europeos.

A propósito, el BCE detalló el programa con el que piensa reducir los riesgos derivados de la crisis del Euro: un programa de compra de bonos soberanos condicional e ilimitado, "Outright Monetary Transaction" (OMT). La condición es que el país solicite un préstamo al Mecanismo de Estabilidad Europeo (ESM). España ha comunicado que no necesita el rescate, pero que llevaría a cabo el pedido sólo para satisfacer las condiciones



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea

del BCE y nuevos incrementos en su costo de financiamiento que se haga insostenible. A fines de octubre, España tiene que enfrentar vencimientos de deuda por 35 mil millones de Euros y existen dudas acerca de la tasa de interés que habrá de demandar el mercado en caso que el país no haya solicitado rescate para ese momento. Pero si lo pidiera se transformaría en el "conejo de indias" del programa. Lo que pase a partir de allí podría convertirse en una señal muy fuerte, que podría evitar que otros países, como Italia, pidan ser rescatados. La duda es si ante el pedido de ayuda se le impondrán nuevas condiciones de ajuste, pudiendo generar nuevas trabas en el camino. El país lleva ya un tiempo con variaciones del PIB nulas o negativas y la salida por el lado externo es acotada: el sector manufacturero español representa el 14% del PIB, y está muy focalizado en pocos sectores. La región en su conjunto permanece en recesión: se espera que en el tercer trimestre la economía se contraiga al 0,8% anual desestacionalizado, repitiendo el comportamiento verificado en el segundo trimestre. Para todo 2012 se espera una variación interanual prácticamente nula, y no es muy distinta la proyección para 2013.

La crisis parece entrar en una nueva etapa: parece haber consenso de todas las partes en que hay que evitar la salida de cualquiera de los países, y las medidas que se están tomando son contundentes en esa línea. Sin embargo, subsisten los riesgos asociados

a la gran cantidad de actores que deben ser parte de la decisión. Estimaciones publicadas recientemente, hechas por Prognos AG, frente a un pedido alemán, proyectan pérdidas por 22 millones de millones de dólares hasta el año 2020 ante una salida de los PIGS del club del Euro (toma en cuenta no sólo la pérdida de los acreedores que prestaron a los países afectados sino también el impacto económico sobre economía industrializadas y emergentes) y pronostican que esto sumiría al mundo en una recesión. El mismo informe concluye que una salida de Grecia sería manejable, pero que debe evitarse ante un posible efecto contagio. En los últimos días, las probabilidades de salida de Grecia del euro se han revisado a la baja, aunque todavía no se descarta esa posibilidad.

Si se estabilizan los mercados y bajan los costos de financiamiento, existe la posibilidad de que un cambio en las expectativas se traduzca en una toma de decisiones más agresiva de los privados en torno a consumo e inversión. Aún así, España no podrá evitar un escenario de magro crecimiento. Sobre sus espaldas carga una pesada mochila: el ratio deuda/PIB, incluyendo tanto la deuda del sector público como la deuda del sector privado, asciende a 466%, con un mayor peso de la deuda privada por sobre la pública.

| Deuda total en relación al PIB* | |
|--|------|
| Gran Bretaña | 545% |
| Francia | 489% |
| España | 466% |
| Italia | 372% |
| Estados Unidos | 339% |
| Alemania | 309% |

*incluye familiar, sector financiero, corporativo y gobiernos

En este sentido, los antecedentes no son muy alentadores: Japón empezó la década del '90 con una relación deuda/PIB de 360%, como umbral de la década perdida. 20 años después no se ha observado un proceso de desapalancamiento del sector privado y los niveles de deuda, lejos de reducirse, se han incrementado. Hoy comparte el tope del ranking de deuda con Reino Unido, con el ratio deuda (pública más privada) superando los 500 puntos del PIB. ¿En qué situación se encuentra España? Como se detalló mas arriba, hoy su deuda se ubica en 466% del PIB y en las últimas dos décadas ha mostrado una evolución similar que Gran Bretaña (con la diferencia que este último país emite su propia moneda)